



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

Zhodnocení výkonnosti podniku prostřednictvím ekonomické přidané hodnoty

Company Performance Assessment by Economic Value Added

Student: Barbora Stoláriková

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Karolína Lisztwanová, Ph.D.

Ostrava 2014

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra financí

## Zadání bakalářské práce

Student: **Barbora Stoláriková**  
Studijní program: B6202 Hospodářská politika a správa  
Studijní obor: 6202R010 Finance  
Specializace: 00 Finance  
Téma: Zhodnocení výkonnosti podniku prostřednictvím ekonomické přidané hodnoty  
Company Performance Assessment by Economic Value Added

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Metodika hodnocení finanční výkonnosti podniku
  3. Charakteristika a popis vybraného podniku
  4. Analýza a zhodnocení podnikové výkonnosti prostřednictvím ekonomické přidané hodnoty
  5. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku. Analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. rozšíř. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-86929-68-2.  
KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. 745 s. ISBN 978-80-7400-194-9.  
MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.

Formální náležitosti a rozsah bakalářské práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí bakalářské práce: **Ing. Karolina Lisztwanová**

Datum zadání: 22.11.2013

Datum odevzdání: 09.05.2014

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně. Přílohy č. 1 a 2 dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.

13. 7. 2014

Datum

Barbora Holávková

Podpis

## Obsah

1	Úvod .....	5
2	Metodika hodnocení finanční výkonnosti podniku .....	6
2.1	Výkonnost podniku .....	6
2.2	Měření výkonnosti podniku .....	6
2.3	Ukazatele finanční výkonnosti .....	7
2.3.1	Účetní ukazatele výkonnosti .....	7
2.3.2	Ukazatele rentability .....	7
2.3.3	Ekonomické ukazatele .....	9
2.3.4	Tržní ukazatele .....	10
2.4	Ekonomická přidaná hodnota - EVA .....	11
2.5	Výpočet EVA .....	11
2.5.1	Výpočet jednotlivých komponentů EVA .....	13
2.6	Náklady kapitálu .....	14
2.6.1	Náklady na celkový kapitál WACC ( <i>Weighted Average Cost of Capital</i> ) .....	14
2.6.2	Náklady na cizí kapitál $r_D$ .....	15
2.6.3	Náklady na vlastní kapitál $r_E$ .....	15
2.6.4	Výpočet rizikových přírážek .....	18
2.7	Metody rozkladu ukazatele EVA .....	20
2.7.1	Pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty .....	22
3	Charakteristika a popis vybraného podniku .....	26
3.1	Základní údaje a předmět činnosti .....	26
3.2	Vývoj nákladů podniku LDF Rožnov a.s. ....	26
3.3	Vývoj tržeb podniku LDF Rožnov a.s. ....	27
3.4	Zhodnocení vývoje prostřednictvím klasických ukazatelů výkonnosti od počátku podnikání do roku 2006 .....	28
3.5	Výpočet tradičních ukazatelů .....	30
3.5.1	Přehled dosaženého čistého zisku, zisku před zdaněním, úroky a odpisy .....	30
3.5.2	Cash flow z provozní činnosti .....	31
3.5.3	Ukazatel čistého zisku na akcii EPS .....	32
3.6	Problematika státních zakázek .....	32

4	Analýza a zhodnocení podnikové výkonnosti prostřednictvím ekonomické přidané hodnoty.....	34
4.1	Výpočet rizikových přírážek .....	34
4.2	Výpočet nákladů na vlastní kapitál.....	36
4.3	Riziková přírážka za finanční strukturu.....	37
4.4	Zhodnocení ukazatelů rentability .....	37
4.5	Ekonomická přidaná hodnota (EVA) .....	39
4.5.1	Funkcionální metoda rozkladu ukazatele EVA.....	40
5	Závěr.....	49
	<i>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</i>	<i>50</i>
	<i>SEZNAM ZKRATEK.....</i>	<i>51</i>
	<i>PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE</i>	
	<i>SEZNAM PŘÍLOH</i>	

# 1 Úvod

V současné době, kdy je konkurence na trhu velká, se snaží české firmy obstát a dosahovat co nejlepších výsledků na základě svých stanovených kritérií akcionáři nebo managementem. Pokud se firmy chtějí udržet na trhu, musejí provádět různá opatření a kontrolu. Výkonnost si lze představit jako schopnost podniku dosáhnout pozitivních výsledků za sledované období a také tuto hodnotu stále zvyšovat. Při výkonnosti se klade důraz na zvyšování majetku vlastníků. Podniková strategie se proto zajímá nejen o zájmy vlastníků, ale i zájmy zaměstnanců, kteří musejí být motivováni k lepším pracovním výkonům, např. osobním ohodnocením nebo motivační složkou mzdy a tím zvyšují celkovou výkonnost. V posledních dvaceti letech se ekonomové snaží ustupovat od tradičních ukazatelů finanční výkonnosti a zkoušejí nové, efektivnější způsoby k vyjádření výkonnosti. Moderním ukazatelem výkonnosti je především ukazatel ekonomická přidaná hodnota.

Cílem bakalářské práce je zhodnocení finanční výkonnosti lesního podniku LDF Rožnov a.s. prostřednictvím pyramidového rozkladu ekonomické přidané hodnoty na bázi zúženého hodnotového rozpětí ve vybraném období.

Bakalářská práce je rozčleněna včetně úvodu a závěru do pěti kapitol. Druhá kapitola se věnuje metodickému hodnocení výkonnosti podniku, kde jsou vysvětleny přístupy měření finanční výkonnosti a ukazatele výkonnosti, jak účetní tak ekonomické. Dále popisuje výpočet ukazatelů rentability a její vliv na ekonomickou přidanou hodnotu. Důkladně nás seznámí s aplikací pyramidového rozkladu EVA a působením jeho dílčích ukazatelů.

Ve třetí části je představena společnost LDF Rožnov a.s. Je zde nastíněn předmět podnikání a vedení firmy. Blíže se seznámíme s vývojem nákladů a tržeb, s odběrateli firmy a také si objasníme problematiku získání státních zakázek od Lesů ČR.

Čtvrtá kapitola se zabývá analýzou a zhodnocením podnikových výsledků prostřednictvím ekonomické přidané hodnoty na bázi zúženého hodnotového rozpětí. Nejdříve je proveden výpočet rizikových přírážek podle Ministerstva průmyslu a obchodu, ze kterých jsou následovně zjištěny náklady na vlastní kapitál a celkové náklady. Jako další jsou vypočteny tradiční ukazatele finanční výkonnosti, na které nejméně působí vliv finančních trhů, dále ukazatele rentability a následně je vyčíslena hodnota EVA. Její vývoj ve vybraném období je proveden aplikací pyramidového rozkladu pomocí funkcionální metody.

## **2 Metodika hodnocení finanční výkonnosti podniku**

### **2.1 Výkonnost podniku**

Výkonnost podniku může být definována mnoha způsoby. Je to schopnost podniku co nejlépe zhodnotit získané prostředky vložené do hospodařící společnosti. Výkonnost můžeme také chápat jako měřítko výsledku dosaženého řídicí jednotkou, skupinou, podnikem jako celem nebo procesem. Hodnocení a řízení výkonnosti podniku bude dále rozšířeno v následujících kapitolách. Výkonnost nemusí mít stejný význam pro všechny subjekty. Můžeme ji hodnotit jak z pohledu zákazníků a zaměstnanců, tak z pohledu majitelů a akcionářů. Pro výpočet výkonnosti podniku z pohledu vlastníků nám poslouží ukazatel ekonomická přidaná hodnota (EVA). Pokud se díváme na hodnocení výkonnosti podniku z pohledu vlastníků firmy, sleduje se očekávaný zisk pro akcionáře, z pohledu zákazníka podle uspokojení svých potřeb, jejich ceny, možnosti dodání, podmínek splacení apod., manažeri podle vybavení podniku, kázně zaměstnanců, vyskytující se distribuční sítě atd., banky a dodavatelé podle schopnosti splacení svých závazků. Výkonnost podniku je dána její schopností dosáhnout své stanovené cíle. Pokud se skutečná výkonnost od stanovených cílů příliš neliší nebo je stejná, pak je to známka dobrého vedení firmy a podnik se může snažit tuto výkonnost stále zvyšovat.

K vypracování této kapitoly byly použity informace z publikací Dluhošová (2010), Hrdý, Horová (2009), Mařík, Maříková (2001), Kislingerová (2010). Dále byly použity webové stránky Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO) a portál Justice.cz.

### **2.2 Měření výkonnosti podniku**

S každou fází vývoje firmy jsou spojeny i různé cíle. Za základní a dlouhodobý cíl firmy lze považovat růst hodnoty firmy a zvyšování finanční výkonnosti firmy (Dluhošová, 2010). Přístupy měření výkonnosti prošly významným vývojem a ukazují, jak se vyvíjí dané ekonomické teorie a konkurenční prostředí. Pokud chceme správně změřit výkonnost, musíme zvolit vhodný typ kritéria výkonnosti, správné nástroje pro měření a následně využít získané výsledky.

Koncepce pro rozlišování výkonnosti jsou dvě, tradiční a nová koncepce. Nová koncepce je opřena na řízení hodnoty pro vlastníka (*Shareholder Value*). Umožňuje zvyšovat hodnotu pro vlastníky a také celkovou hodnotu firmy. Tradiční koncepce dokáže měřit pouze celkovou hodnotu podniku.



## 2.3 Ukazatele finanční výkonnosti

Ukazatele finanční výkonnosti se podle síly vlivu působení finančních trhů a míry přechodu od účetních k tržním hodnotovým kategoriím dělí na účetní, ekonomické a tržní.

### 2.3.1 Účetní ukazatele výkonnosti

Používají se od roku 1985, i když jsou založeny na účetní definici zisku, neznamená to, že vyjadřují schopnost podniku generovat hotovostní toky.

Mezi používané ukazatele patří čistý zisk *EAT*, provozní zisk *EBIT*, zisk před úhradou úroků, daní a odpisů *EBITDA* (*EBDIT*), zisk na akcii *EPS* nebo poměrové ukazatele jako jsou rentabilita vlastního kapitálu *ROE*, rentabilita aktiv *ROA* a rentabilita dlouhodobého kapitálu *ROCE*.

**Provozní Cash Flow** odráží podnikatelskou činnost ovlivňující tvorbu čistého zisku. Tvoří ho výrobní a odbytová činnost podniku, tzv. běžná činnost. Podniky, které mají přebytké finanční prostředky, mohou investovat i do jiných podniků, z kterých jim plynou úroky a dividendy a zároveň vytváří čistý zisk. Další položkou jsou odpisy, které jsou sice nákladem podniku, ale nepřísluší jim žádný výdaj během roku. Odpisy jsou kryty tržbami. Výše CF je ovlivněna změnami pracovního kapitálu, což jsou zásoby, pohledávky a krátkodobé závazky, a časové rozlišení nákladů a výnosů.

Tab. 2.1 Rozklad provozního CF

Symbol	Položka
EAT	+ Čistý zisk
ODP	+ Odpisy
$\Delta ZAS$	- Změna stavu zásob
$\Delta POHL$	- Změna stavu pohledávek
$\Delta KZAV$	+ Změna stavu kr. závazků
CFprov	= Cash Flow z provozní činnosti

### 2.3.2 Ukazatele rentability

**Ukazatel rentability aktiv** (*Return on Total Assets, ROA*) představuje, kolik korun provozního zisku připadne na jednu korunu aktiv. Také vystihuje, jaká část zisku byla vytvořena z investovaného kapitálu. Pokud je trend *ROA* rostoucí, pak se jedná o zvyšující se výkonnost podniku. Na rozdíl od rentability vlastního kapitálu neměří pouze VH dosažený

pouze z peněz vlastníků, ale i věřitelů. Ukazatel ROA má vyšší vypovídací schopnost, pokud se při výpočtu vychází z upraveného výsledku hospodaření, např. z EBITDA či provozního Cash Flow. Vzorec lze vyjádřit jako:

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.1)$$

kde *EBIT* je zisk před daněmi a úroky, *A* jsou celková aktiva.

**Ukazatel rentability vlastního kapitálu** (*Return on Equity, ROE*) vyjadřuje celkovou výnosnost vlastního kapitálu a zhodnocení dosaženého čistého zisku. Podle tohoto ukazatele vlastníci podniku zjišťují, zda při postupu velikosti investičního rizika, přináší dostatečný zisk. Nevýhodou tohoto ukazatele je, že měří výnosnost na základě účetní hodnoty podniku, nikoli hodnoty tržní. ROE má nízkou vypovídací schopnost v podnicích, kde vlastníci odčerpávají velkou část zisku přes vlastní mzdu.

$$ROE = \frac{EAT}{E}, \quad (2.2)$$

kde *EAT* je čistý zisk, *E* je vlastní kapitál.

**Ukazatel rentability dlouhodobě investovaného kapitálu** (*Return on Capital Employed, ROCE*). Podle tohoto ukazatele se hodnotí význam dlouhodobého kapitálu, který do podniku vložili jak akcionáři, tak i věřitelé.

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + DD}, \quad (2.3)$$

kde *EBIT* je zisk před daněmi a úroky, *VK* je vlastní kapitál a *DD* jsou dlouhodobé dluhy.

**Ukazatel čistého zisku na akcii** (*Earnings per Share, EPS*) je podíl čistého zisku připadající na jednu kmenovou akcii, který by mohl být vyplácen ve formě dividend, pokud by podnik neuvažoval o znovu investování. Důležitým hlediskem *EPS* je vlastní kapitál, který je nutný pro vytváření zisku. Ukazatel se využívá pro srovnávání akcií s jinými společnostmi.

$$EPS = \frac{EAT}{\text{kusykmenových akcií}}, \quad (2.4)$$

kde *EAT* je čistý zisk.

### 2.3.3 Ekonomické ukazatele

Ekonomické ukazatele závisí na porovnávání výnosů s náklady na kapitál, tzn., že zohledňují veškeré náklady na investovaný kapitál. Při výpočtu těchto ukazatelů se zohledňuje faktor rizika i časový horizont. Mezi nejznámější patří:

- čistá současná hodnota *NPV* (*Net Present Value*),
- ekonomicky přidaná hodnota *EVA* (*Economic Value Addet*),
- ukazatel CF z investic *CFROI* (*Cash Flow Return on Investment*).

#### Čistá současná hodnota *NPV*

*NPV* je nejvhodnější ukazatel tvorby hodnoty. Vystihuje navýšení majetku v souvislosti s uskutečněním realizace daného projektu. Jedná se o rozdíl mezi současnou hodnotou volných peněžních toků a výchozí jednorázový výdaj. Lze jej vyjádřit jako:

$$NPV = \sum_{t=1}^T FCF_t (1+R)^{-t} - JKV, \quad (2.5)$$

kde  $FCF_t$  vyjadřuje provozní příjmy z investice,  $(1+R)^{-t}$  je odúročitel,  $R$  jsou náklady kapitálu, nebo také požadovaná výnosnost,  $t$  jsou jednotlivé roky životnosti projektu,  $T$  je celková doba životnosti investice a  $JKV$  vyjadřují jednorázové kapitálové výdaje vynaložené na investici.

Jestliže je realizován projekt a jeho  $NPV > 0$ , pak bude uskutečněn, v případě  $NPV < 0$  se investice zamítá. Kladná hodnota *NPV* zvyšuje hodnotu firmy, neboť se očekává vyšší výnosnost z projektu, než jsou jeho náklady na kapitál a naopak. Nevýhodou ukazatele je nepřesný odhad peněžních toků budoucího období. To by totiž mohlo vést ke špatnému vyjádření *NPV*.

#### Ukazatel CF z investic *CFROI*

První verze ukazatele *CFROI* odpovídala vnitřnímu výnosovému procentu (*IRR*) existujících podnikových investic. Jádrem ukazatele je podobné jako u ukazatele *EVA* s tím rozdílem, že se porovnává *IRR* s průměrnými náklady na kapitál. Vzorec si můžeme představit jako:

$$\sum_{t=1}^T GCF_t (1+CFROI)^{-t} + SV(1+CFROI)^{-T} = GCE, \quad (2.6)$$

kde  $GCE$  jsou provozní aktiva v pořizovací ceně a tato cena musí být transformována na současnou hodnotu zohledňující inflaci od nákupu aktiv po možnost vyhodnocení,  $GCF$  je CF z provozních aktiv (tj.  $EBIT (1 - t) + odpisy$ ),  $SV$  představuje zůstatkovou hodnotu aktiv po uplynutí doby životnosti.

Tento ukazatel se porovnává s  $WACC$ . Pokud je  $CFROI > WACC$ , společnost tvoří hodnotu, pokud je nižší, pak dochází k ničení hodnoty.

### 2.3.4 Tržní ukazatele

Tržní ukazatele posuzují výkonnost podniku z pohledu trhu, přičemž jsou vysoce citlivé na trh akciový. Setkáme se zde s ukazatelem tržní přidaná hodnoty  $MVA$  a ukazatelem tržní výnos akciového kapitálu  $TSR$ .

#### Tržní přidaná hodnota $MVA$ (*Market Value Addet*)

Pomocí  $MVA$  může podnik zjistit, jestli vytvořil akcionářskou hodnotu. Pokud je množství investovaného kapitálu nižší než celková tržní hodnota firmy, pak byl podnik úspěšný a vybudovala si tak akcionářskou hodnotu. Jestli-že je tomu naopak, pak byla hodnota zničena. Tento ukazatel se projevuje jako nejpřesnější měřítko bohatství, který podnik vytvořil. Hlavním argumentem je, že tržní hodnota se odvíjí od kursu akcií a proto se stává dobrým informačním zdrojem.

$MVA$  na bázi *hodnotového rozpětí* jako:

$$MVA = MV - C, \quad (2.7)$$

kde  $MV$  představuje celkovou tržní hodnotu podniku,  $C$  je celkový investovaný kapitál.

Za podmínky, že se tržní a účetní hodnota dluhu rovnají, lze  $MVA$  stanovit na bázi *zúženého hodnotového rozpětí* jako:

$$MVA = MVE - BVE, \quad (2.8)$$

kde  $MVE$  je tržní hodnota vlastního kapitálu a  $BVE$  je účetní hodnota vlastního kapitálu.

S rozvíjejícím se významem analýz založených na NPV v určování tržní hodnoty podniku, se může tržní přidaná hodnota sestavit jako současná hodnota budoucích EVA,

$$MVA = PV \cdot (EVA) = \sum_t^T EVA_t \cdot (1 + R)^{-t}, \quad (2.9)$$

kde  $t$  jsou jednotlivé roky,  $T$  je celková doba,  $EVA$  je ekonomická přidaná hodnota a  $R$  je náklad kapitálu.  $MVA$  se hodnotí z pohledu trhu (závisí na kursu akcií) a  $EVA$  z pohledu podniku (vychází z interních dat).

### **Ukazatel tržní výnos akciového kapitálu $TSR$ (*Total Shareholder Return*)**

Je tržním měřítkem pro vlastníky, tzn., že vyjadřuje výnos, který akcionář získává nakupováním akcií. Lze vyjádřit jako:

$$TSR = \frac{C_{t+1} - C_t + DIV}{C_t}, \quad (2.10)$$

kde  $C_{t+1}$  je tržní cena akcie v čase  $t+1$  ( $t$ ),  $DIV$  je vyplácená dividenda na akcii).

Očekávání investorů o poklesu zisků, může „zničit“ hodnotu podniku, i když je výnos kapitálu vyšší než náklady na kapitál. Patří to k nevýhodám tržních ukazatelů.

## **2.4 Ekonomická přidaná hodnota - EVA**

Pojem ekonomicky přidaná hodnota (EVA) je uznávaná na konceptu ekonomického zisku, tedy rozdíl zisku a nákladů na kapitál, které tvoří minimální míru výkonnosti kapitálu. Cílem je motivovat vedoucí podniku k růstu hodnoty pro vlastníky.

Uplatnění tohoto principu je propojeno s mnoha problémy spojených s konkrétní dostupností účetních dat, měřením a interpretací v podnicích. Ve vyspělých ekonomikách se tento ukazatel podařil zavést do preferovaných ukazatelů finanční výkonnosti. Spousta podniků tento ukazatel používá jako podklad pro firemní plánování a sledování výkonnosti podniku. EVA se postupně stává jedním z nejdůležitějších ukazatelů, který je používán nejen k měření finanční výkonnosti podniku, ale i k zaměření stanovení hodnoty firem, pro řešení otázek hmotné zainteresovanosti managementu v hodnotově orientovaném řízení.

Jedno z kritérií pro rozhodnutí o nových investicích, změn výrobního programu, zásob, pohledávek či výběru dodavatelů nebo distribučních kanálů a jako nástroj oceňování podniku, je maximalizace ekonomické přidané hodnoty.

## **2.5 Výpočet EVA**

EVA vystupuje ve dvou základních konceptech výpočtu a to na bázi provozního zisku a hodnotového rozpětí.

*EVA* na bázi *provozního zisku*, také známá jako *EVA-Entity*

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.11)$$

kde *NOPAT* je čistý provozní zisk po zdanění, *WACC* náklady na celkový kapitál a *C* celkový firemní kapitál. Kladné hodnoty *EVA* je dosaženo tehdy, pokud *NOPAT* bude větší než nároky na kapitál. Tento ekonomický zisk potom představuje zvýšení bohatství akcionářů za stanovené období.

Investovaný úročený kapitál *C* lze zobrazit jako hodnota všech finančních zdrojů vložených vlastníky do podniku. V investičním rozhodování pak podnik zajímá rozsah a struktura majetku. Lze vyjádřit jako:

$$C = DM + \check{C}PK, \quad (2.12)$$

kde *DM* je dlouhodobý majetek a *ČPK* je čistý pracovní kapitál. *ČPK* znázorňuje část oběžného majetku, který se během roku přemění v pohotové peněžní prostředky a po splacení krátkodobých závazků může být použita k uskutečnění podnikatelských investic.

Jestliže se část oběžných aktiv financuje z dlouhodobých zdrojů, pak hovoříme o tzv. překapitalizování podniku. Ale pokud jsou dlouhodobá aktiva financována z krátkodobého cizího kapitálu, pak hovoříme o podkapitalizování podniku. Má mnohem ohrožující vliv, neboť *ČPK* má bezprostřední vliv na likviditu podniku. Představuje přebytek oběžných aktiv nad krátkodobými pasivy, tzn. platební neschopnost podniku.

Ukazatel *EVA* působí na tři významné oblasti rozhodování v podniku, které mají vliv na vstupující prvky pro výpočet. Jde o operativní, investiční a finanční rozhodování. Operativní rozhodování se vztahují k podnikovým výkonům (výrobky, služby) a mají vliv na výsledný efekt *NOPAT*. V investičním rozhodování jde o záležitost použitého kapitálu *C*. Tato rozhodnutí zjišťují rozsah a strukturu majetku podniku. Rozhodnutí v oblasti financování ovlivňuje kapitálovou strukturu podniku *WACC*.

*EVA* na bázi *hodnotového rozpětí* (Value Spread)

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.13)$$

kde *ROC* je výnosnost investovaného kapitálu, *WACC* jsou náklady na celkový kapitál a *C* je celkový firemní kapitál.

Hodnotové rozpětí prezentuje tzv. ekonomickou rentabilitu, také jako reziduální výnos kapitálu, který lze vyčíslit jako rozdíl mezi dosaženou rentabilitou a náklady kapitálu.

Výnosnost investovaného kapitálu je definována jako:

$$ROC = \frac{EBIT}{VK + R + Závazky_{dlouh} + BÚ_{dlouh}}, \quad (2.14)$$

kde EBIT je zisk před daněmi a úroky, VK je vlastní kapitál, R jsou rezervy a BÚ jsou bankovní úvěry.

Bližší pak lze použít *EVA* na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí, označována jako *EVA-Equity*

$$EVA = (ROE - r_E) \cdot E, \quad (2.15)$$

kde *ROE* představuje rentabilitu vlastního kapitálu,  $r_E$  jsou náklady na vlastní kapitál a *E* je vlastní kapitál.

Pro akcionáře je potřebné, aby rozdíl *ROE* a  $r_E$  byl co největší, minimálně kladný, jelikož v tomto případě mu investice do firmy přináší více, než by mu vynesla investice alternativní.

*EVA* na bázi relativního hodnotového rozpětí

$$EVA / E = (ROE - r_E). \quad (2.16)$$

Při využití této varianty není hodnota ukazatele ovlivněna výší vlastního kapitálu *E*.

### 2.5.1 Výpočet jednotlivých komponentů EVA

Aby bylo možné ukazatel *EVA* vypočítat, musíme nejprve vyřešit další složky, jako jsou *NOPAT* a *WACC*.

#### **NOPAT (Net operating Profit after Taxes)**

*NOPAT* neboli čistý provozní zisk po zdanění. Tato hodnota pojednává o výpočtu zisku z operativních aktiv. Jeho podstatu tvoří základ výsledku hospodaření z běžné činnosti nebo také provozní výsledek hospodaření.

$$NOPAT = EBIT(1 - t), \quad (2.17)$$

kde  $EBIT$  je zisk před úroky a zdaněním a  $t$  je sazba daně.

Pro výpočet NOPAT je jednodušší použít provozní výsledek hospodaření, neboť lépe vyjadřuje operativní činnost a není potřeba tolika úprav jako při použití VH z běžné činnosti.

Od provozní VH se odečtou provozní výnosy z neoperativního majetku, odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací investičního charakteru, odpisy majetku pronajatého na leasing a neobvyklé zisky. Naopak se k provoznímu výsledku hospodaření přičtou finanční výnosy z finančního majetku zahrnutého do NOA, placené úroky z finančních nákladů kam patří i leasingové splátky, dále to jsou odpisy goodwillu, původní náklady s investičním charakterem a neobvyklé ztráty.

## 2.6 Náklady kapitálu

Náklady na kapitál tvoří minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu. Náklady jednotlivých druhů kapitálu se pohybují v různé míře a v různém čase. Jejich hodnota odpovídá o efektivnosti výběru kapitálové struktury, a proto ji podnik neustále sleduje.

Lze ji chápat ze dvou pohledů. První je z pohledu investora, který požaduje minimální výnos ze svého investovaného kapitálu. Druhý je z pohledu podniku, který kapitál chápe jako cenu, za kterou kapitál získal pro svou investiční činnost.

### 2.6.1 Náklady na celkový kapitál WACC (*Weighted Average Cost of Capital*)

Náklady na celkový kapitál, někdy používané jako vážené průměrné náklady kapitálu nebo průměrné náklady kapitálu, jsou tvořeny z nákladů na cizí a vlastní kapitál.

$$WACC = \frac{r_D(1-t) \cdot D + r_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.18)$$

kde  $r_D$  zastupují náklady na úročený cizí kapitál,  $t$  je sazba daně z příjmu,  $D$  je úročený cizí kapitál,  $r_E$  jsou náklady vlastního kapitálu a  $E$  je vlastní kapitál.

Náklady na celkový kapitál zahrnují dva komponenty a tím jsou náklady na cizí a vlastní kapitál. Podíl jednotlivých složek na celkovém kapitálu je nutno vyčíslit na základě tržních hodnot. Pokud není dostatečně rozvinutý finanční trh, může se vycházet z účetnictví firmy. Pak lze výpočet chápat pouze jako přiblížení k tržním podmínkám.



### 2.6.2 Náklady na cizí kapitál $r_D$

Náklady u cizího kapitálu se rovnají úrokům nebo kupónovým platbám, které se odvádějí věřitelům za vypůjčený kapitál. Výše úrokové míry se může lišit a to z hlediska časového a podle očekávané efektivnosti. Čas je zde výrazný ovlivňující faktor. Obecně platí, že poskytnutý dlouhodobý úvěr je dražší než střednědobý nebo krátkodobý úvěr. Je to dáno zvyšujícím se rizikem platební neschopnosti dlužníka. Dále se zde bere v úvahu bonita dlužníka, tzn. čím vyšší bonita je, tím nižší je stanovená úroková míra. Podnik může kapitál získat formou úvěru nebo emisí obligací.

Obecně se náklad cizího kapitálu vypočítá jako:

$$r_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.19)$$

kde  $i$  je úroková míra z dluhu,  $t$  je sazba daně. Tyto náklady se vyjadřují v podobě úroku sníženého o daňový štít, který plyne z použití cizího kapitálu.

Externí uživatelé, kteří nemají přístup k vnitropodnikovým informacím, mohou náklady na cizí kapitál vypočítat jako průměrnou úrokovou míru, která se vyjadřuje jako:

$$r_D = \frac{\text{nákladové úroky}}{\sum BÚ}, \quad (2.20)$$

kde  $BÚ$  jsou bankovní úvěry.

Náklady dluhu získaných upisováním obligací se určí jako výnos do splatnosti obligace, které definují vztah:

$$P = \sum_{t=1}^T c_t \cdot (1 + r_D)^{-t} + NV \cdot (1 + r_D)^{-T}, \quad (2.21)$$

kde  $P$  je tržní cena obligace,  $c$  je kupónová platba,  $T$  je doba splatnosti obligace,  $NV$  je nominální hodnota obligace.

### 2.6.3 Náklady na vlastní kapitál $r_E$

Vesměs platí, že náklady vlastního kapitálu jsou pro podnik vyšší než náklady na kapitál cizí. Zde musí být bráno v úvahu riziko vlastníka vkládající své dočasně volné prostředky do podniku, které je vyšší než riziko věřitele. Věřitel má jistý pravidelný úrokový výnos bez ohledu na ziskovost dlužníka a vkládá volné prostředky na přesně stanovenou

dobu, za kterou se mu vrátí. U vlastníka toto však platí opačně, kdy prostředky vkládá na neomezenou dobu, jeho výnos není dopředu znám ani zaručen a závisí tak na ekonomické situaci podniku.

Dále jsou to nákladové úroky, které jsou brány jako daňově uznatelný náklad podniku, tzn., že snižují základ daně z příjmu. Tomuto efektu se říká daňový štít.

Náklady na vlastní kapitál lze vyčíslit buď na bázi tržních přístupů nebo pomocí metod a modelů, které vycházejí z účetních dat. Hlavními metodami vyčíslení nákladů vlastního kapitálu jsou např. model *CAPM*, *APM* a stavebnicové modely.

### **Model oceňování kapitálových aktiv *CAPM* (*Capital Assets Pricing Model*)**

Tento model je založen na tržním principu ke stanovením nákladů na vlastní kapitál. Je opřen o funkční lineární vztah mezi výnosem daného aktiva a tržního portfolia, které je bráno jako rizikový faktor celého trhu.

Model CAPM-SML beta verze lze vyjádřit jako:

$$E(r_e) = r_f + \beta_E [E(R_M) - r_f], \quad (2.22)$$

kde  $E(r_e)$  je očekávaný výnos vlastního kapitálu,  $r_f$  je bezriziková sazba,  $\beta_E$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia,  $E(R_M)$  je očekávaný výnos tržního portfolia.

### **Arbitrážní model oceňování *APM* (*Arbitrage Pricing Model*)**

Je to alternativní model oceňování aktiv, kdy se opět jedná o tržní přístup stanovení nákladů na vlastní kapitál. Model lze zařadit mezi vícefaktorové, neboť se u tohoto modelu bere v úvahu více rizikových faktorů, které mohou být jak makroekonomické (např. HDP, inflace) tak i mikroekonomické (např. rentabilita, zadluženost, velikost firmy). Podmínkou je nemožnost arbitráže, tzn., že s žádných investorů nemůže dosáhnout arbitrážního zisku.

Model APM určuje vztah:

$$E(r_e) = r_f + \sum_j \beta_{Ej} [E(r_j) - r_f], \quad (2.23)$$

kde  $\beta_{Ej}$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos  $j$ -tého faktoru,  $E(r_j)$  je očekávaný výnos  $j$ -tého faktoru.

### Stavebnicové modely

Využívají se v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky, kde nelze použít předchozí modely.

Jako jedem z přístupů lze stanovit náklady na vlastní kapitál jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií. Rizikové premie se odvozují z firemních účetních dat.

Stavebnicový model, který používá Ministerstvo průmyslu a obchodu (MPO) se neustále vyvíjí. Náklady celkového kapitálu nezadlužené investice jsou určeny jako:

$$WACC_U = R_E^U = r_f + r_{pod} + r_{finstab} + r_{LA} , \quad (2.24)$$

kde  $r_f$  je bezriziková úroková míra,  $r_{pod}$  je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko,  $r_{finstab}$  je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability,  $r_{LA}$  je riziková přírážka za velikost podniku.

Náklady vlastního kapitálu, které nelze stanovit podle modelu *CAPM* a arbitrážního modelu *APM*, se vyčíslí jako:

$$r_e = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left( \frac{UZ - VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}} , \quad (2.25)$$

kde  $UZ$  = vlastní kapitál + dlouhodobé bankovní úvěry + dluhopisy jsou úplatné zdroje,  $A$  jsou aktiva,  $CZ$  je čistý zisk,  $Z$  je hrubý zisk,  $\frac{CZ}{Z}$  je daňová redukce,  $UM$  je úroková míra.

Odhad úrokové míry je vypočten jako:

$$UM = \frac{\text{nákladové úroky}}{B\acute{U} + OBL} ,$$

kde  $B\acute{U}$  jsou bankovní úvěry a  $OBL$  jsou obligace. (2.26)

Náklady na vlastní kapitál se dají také vypočítat jako alternativní náklad vlastního kapitálu. Představuje zhodnocení vlastního kapitálu, kterou bylo možno dosáhnout v případě stejně rizikové investiční příležitosti. Je to součet bezrizikové sazby a rizikových přírážek. Riziková přírážka je přírážka za finanční stabilitu, přírážka za velikost podniku, přírážka za podnikatelské riziko a finanční strukturu. Lze jej vyjádřit jako:

$$r_E = r_f + r_{FINSTAB} + r_{LA} + r_{POD} + r_{FINSTRU} . \quad (2.27)$$

#### 2.6.4 Výpočet rizikových přírážek

Pro účely vyčíslení nákladů na vlastní kapitál, musíme nejdřív zjistit rizikové přírážky, které podnik dosahuje. Mluvit budeme o bezrizikové sazbě, přírážce za finanční stabilitu, přírážce za velikost podniku a přírážce za obchodní riziko.

##### Výpočet bezrizikové sazby

Bezrizikové úrokové míře  $r_f$  se také říká výnos 10letých dlouhodobých státních dluhopisů České republiky. Úroková sazba je převzata ze stránek Ministerstva průmyslu a obchodu.

##### Výpočet přírážky za finanční stabilitu

Riziková přírážka finanční stability se určí pomocí dvou koeficientů XL1 a XL2, které jsou stanoveny pro každé odvětví zvlášť ve Finanční analýze v podnikové sféře průmyslu a stavebnictví na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu. Tato přírážka je vyjádřena vztahem podle ukazatele celkové likvidity:

$$celková\ likvidita = \frac{OA}{Závazky_{kr} + BÚ_{kr}} , \quad (2.28)$$

kde  $OA$  jsou oběžná aktiva,  $BÚ$  jsou bankovní úvěry.

**Tab. 2.2 Podmínky pro přírážku za finanční stabilitu**

Celková likvidita $\leq$ XL1	$r_{finstab} = 10\%$
Celková likvidita $\geq$ XL2	$r_{finstab} = 0\%$
$XL1 < \text{Celková likvidita} < XL2$	$r_{finstab} = (XL2 - \text{Celková likvidita})^2 / (XL2 - XL1)^2 \cdot 0,1$

Aplikace metodiky spočívá v upřesnění odvětví, ve kterém daný podnik působí a následném výpočtu.

### Výpočet přírážky za velikost podniku

Tato přírážka charakterizuje velikost podniku  $r_{la}$ , která se stanovuje podle velikosti úplatných zdrojů, tzn., že pokud jsou  $UZ > 3$  mld. Kč, pak  $r_{la} = 0\%$ , jestliže jsou  $UZ < 100$  mil. Kč, pak  $r_{la} = 5\%$ , a pokud jsou  $UZ > 100$  mil. Kč ale  $< 3$  mld. Kč, pak se použije výpočet:

$$r_{la} = \frac{(3\text{mld.Kč} - UZ)^2}{168,2} \cdot 100. \quad (2.29)$$

### Výpočet rizikové přírážky za podnikatelské riziko

Riziková přírážka charakterizuje produkční sílu podniku  $r_{pod}$  lze vypočítat podle základní podmínky:

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{VK + B\dot{U} + Obligace}{Aktiva} \cdot \frac{\acute{u}roky}{B\dot{U} + Obligace}, \quad (2.30)$$

za druhou část podmínky označíme jako  $X1$ . Pokud bude  $ROA > X1$ , pak  $r_{pod}$  je na úrovni minimální hodnoty v daném odvětví. Takto tomu je i v dané společnosti LDF Rožnov, a.s. po celou dobu srovnávání. Pokud  $ROA < 0$ , pak  $r_{pod} = 10\%$  a jestliže  $0 < ROA < X1$  potom pro zjištění  $r_{pod}$  použijeme vztahu:

$$r_{pod} = \frac{X1 - \left(\frac{EBIT}{A}\right)^2}{10 \cdot X1^2}. \quad (2.31)$$

### Riziková přírážka za finanční strukturu

Tato přírážka je rozdílem nákladu na vlastní kapitál a WACC. Platí:

$$r_{FINSTRU} = r_e - WACC, \quad (2.32)$$

kde  $r_e$  je náklad na vlastní kapitál a  $WACC$  je náklad na celkový kapitál.

Když z výpočtu vychází  $r_{FINSTRU}$  10 %, pak je nutno hodnotu omezit na 10 %. Pokud by vypočtená hodnota  $r_e$  byla nižší než  $WACC$ , je nutné vzít  $r_e = WACC$ .

## 2.7 Metody rozkladu ukazatele EVA

Hlavním záměrem pyramidového rozkladu ukazatele *EVA* je odpovědět na otázku, zda došlo ke změně a proč k ní došlo a kterého dílčího ukazatele to nejvíce postihlo. Podstatou pyramidového rozkladu je postupný rozbor toho ukazatele, který slouží k identifikaci a ke kvantifikaci vlivu činitelů na vrcholový ukazatel. Metoda rozkladu nám umožňuje odkrýt vzájemné vztahy mezi dílčími ukazateli.

Změny hodnot ukazatelů se vystihují pomocí absolutních a relativních odchylek.

**Absolutní odchylka:**  $\Delta x_{abs} = x - x_0$  (2.33)

a

**Relativní odchylka:**  $\Delta x_{rel} = \frac{x_1 - x_0}{x_0}$ . (2.34)

Rozklad většinou používá dvě vazby, aditivní a multiplikativní.

### *Aditivní vazba*

Zjištění vlivů u aditivní vazby je obecně platné a celková změna je odlišena podle poměru změny ukazatele na celkové změně ukazatelů,

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} \cdot \Delta y_x, \quad (2.35)$$

kde  $\Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}$ , nebo  $a_{i,1}$  je hodnota ukazatele  $i$  v době pro výchozí stav a následný stav.

### *Multiplikativní vazba*

Podle toho, jak je vazba řešena, se rozlišují čtyři základní metody. Je to metoda postupných změn, metoda rozkladu ses zbytkem, logaritmická metoda a funkcionální metoda. Pro vysvětlení si lépe popíšeme metodu funkcionální.

### **Metoda postupných změn**

U této metody je odchylka rozdělena mezi dílčí vlivy. Její předností je jednoduchost výpočtu a bezezbytkový rozklad. Nevýhodou je závislost na pořadí ukazatelů ve výpočtu.

Pokud podnik používá zmiňovanou analýzu, musí dodržovat pořadí ukazatelů, aby analýza dosahovala srovnatelnosti.

### Metoda rozkladu se zbytkem

Vlivy jsou vyřešeny se zbytkem tak, že vzniká zbytek, který je výsledkem kombinace současných změn více ukazatelů. Výsledky nejsou ovlivněny pořadím ukazatelů. Zbytková složka nelze jednoznačně identifikovat a zařadit k jednotlivým vlivům.

### Logaritmická metoda rozkladu

U této metody je reflektována současná změna všech ukazatelů při vysvětlení jednotlivých vlivů. Dá se říct, že se vychází ze spojitých výnosů, neboť  $\ln I_{a_i}$  a  $\ln I_x$  znamenají spojitý výnos ukazatelů  $a_i$  a  $x$ .

Výhodou je, že pořadí ukazatelů nemá vliv na hodnotu celkové změny a nevzniká zbytek. Nevýhodou jsou záporné indexy. Pokud firma dosahuje ztráty a následně pak zisku, nelze vypočíst logaritmus indexu. Pak přichází v úvahu použít jinou metodu rozkladu, např. metodu postupných změn nebo funkcionální metodu.

### Funkcionální metoda

U metody funkcionální se zohledňuje kombinovaný vliv všech ukazatelů při vysvětlení jednotlivých vlivů. V podstatě se vychází z diskrétních výnosů  $R_{a_i}$  a  $R_x$ , které označují diskrétní výnos ukazatelů  $a_i$  a  $x$ . V případě, že dochází k rovnoměrnému dělení zbytku a součinu tří dílčích ukazatelů,  $x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3$ , jsou vlivy vyčísleny následovně,

$$\begin{aligned}\Delta x_{a_i} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_i} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_2} \cdot R_{a_3} \right) \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_3} \right) \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_3} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_3} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_2} \right) \Delta y_x.\end{aligned}\tag{2.36}$$

Kdy význam symbolů je následující  $R_{a_j} = \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}}$ ,  $R_x = \frac{\Delta x}{x_0}$ ,  $\Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}$ .

Pro součin dvou dílčích ukazatelů  $x = a_1 \cdot a_2$  jsou vlivy analogicky vyjádřeny takto,

$$\begin{aligned}\Delta x_{a_1} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2}\right) \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1}\right) \Delta y_x.\end{aligned}\tag{2.37}$$

Obecně lze určit vliv při rovnoměrném dělení následovně,

$$\Delta x_{a_1} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left(1 + \sum_{j \neq i} \frac{1}{2} \cdot R_{a_j} + \sum_{j \neq i} \sum_{\substack{k \neq i \\ k > j}} \frac{1}{3} \cdot R_{a_j} \cdot R_{a_k} + \sum_{j \neq i} \sum_{\substack{k \neq i \\ k > j}} \sum_{\substack{m \neq i \\ m > k}} \frac{1}{4} \cdot R_{a_j} \cdot R_{a_k} \cdot R_{a_m} + \dots\right) \Delta y_x.\tag{2.38}$$

Výhody se rovnají metodě logaritmické a navíc je zde odstraněn problém záporných indexů.

### 2.7.1 Pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty

Pro potřebu rozkladu se bude vycházet ze základního součinu dílčích ukazatelů, který můžeme vidět na Obr. 2.1.

První úroveň rozkladu se člení na součin  $ROE - r_E$  a  $E$ ,

kde  $ROE$  je rentabilita vlastního kapitálu,  $r_E$  jsou náklady na vlastní kapitál a  $E$  je vlastní kapitál. Druhá úroveň je rozdíl mezi  $ROE$  a  $r_E$ . Třetí úroveň rozkladu ukazatele  $ROE$  se skládá ze součinu daňové a úrokové redukce, rentability aktiv a ukazatele finanční páky.

**Ukazatel daňové redukce** představuje, kolik procent odčerpává daň z čistého zisku.

$$Ukazatel\ daň.\ redukce = \frac{EAT}{EBT},\tag{2.39}$$

kde  $EAT$  je čistý zisk a  $EBT$  je zisk před daněmi.

**Ukazatel úrokové redukce** představuje, kolik procent z  $EBT$  odčerpávají nákladové úroky.

$$Ukazatel\ úrokové\ redukce = \frac{EBT}{EBIT},\tag{2.40}$$

kde  $EBT$  je zisk před daněmi a  $EBIT$  je zisk před úroky a daněmi.

Rentabilita aktiv je dále rozložena na součin rentability tržeb a obrátku celkových aktiv. Ta je dále po úpravách rozložena na součty doby obratu časového rozlišení, dlouhodobých a oběžných aktiv. Rentabilita tržeb se následně rozloží podle druhů nákladů.



**Ukazatel finanční páky** (*Financial Leverage*) se také nazývá jako **majetkový koeficient** (*Equity Multiplier*). Cílem je dosažení optimálního poměru vlastních a cizích zdrojů financování. Krytí potřeb vlastními zdroji přijde většinou podnik draž, než krytí potřeb cizími zdroji. Proto zadluženost není sama o sobě pouze negativní charakteristikou podniku. Správný podíl kapitálu může přispívat k celkové rentabilitě, a tím i k tržní hodnotě firmy.

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{A}{E}, \quad (2.41)$$

kde  $A$  jsou celková aktiva a  $E$  je vlastní kapitál. Ukazatel finanční páky je dále modifikován na ukazatel celkové zadluženosti, na který mají vliv buďto krátkodobé závazky, bankovní úvěry nebo jiné cizí zdroje.

Třetí úroveň se také potýká s rozkladem nákladu na vlastní kapitál. Tvoří ho součet bezrizikové úrokové sazby, rizikové přírážky za finanční stabilitu, velikost podniku, podnikatelské riziko a za finanční strukturu.

Čtvrtá úroveň rozebírá rentabilitu aktiv na součin rentability tržeb a obrátku celkových aktiv.

**Ukazatel rentability tržeb** (*Return on Sales, ROS*) slouží k posouzení ziskovosti, je vhodný pro mezipodnikové srovnání v čase. Pokud ukazatel porovnáváme s konkurencí, měli bychom s něho vyloučit vliv úrokového zatížení cizího kapitálu. Potom místo  $EAT$  se použije  $EBIT$ . Nízké procento ukazatele tržeb představuje chybné řízení firmy, střední úroveň je rysem dobrého managementu firmy a vysoká úroveň naznačuje nadprůměrnou úroveň podniku.

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby}} \approx \frac{EBIT}{\text{tržby}}, \quad (2.42)$$

kde  $EAT$  je čistý zisk a  $EBIT$  je zisk před úroky a daněmi.

**Obrátka celkových aktiv** patří do ukazatelů aktivity. Představuje počet obrátů neboli intenzitu využití celkového majetku. Trend je rostoucí tzn., že čím vyšší ukazatel, tím efektivněji podnik využívá majetek. Lze vyjádřit jako:

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.43)$$

Dále se budeme zajímat o rozklad majetkového koeficientu, který zahrnuje rozbor ukazatele celkové zadluženosti.

**Ukazatel celkové zadluženosti** představuje podíl celkových dluhů k aktivům a měří tak podíl věřitelů na celkovém kapitálu, který financuje majetek podniku. Čím vyšší je hodnota, tím vyšší je zadluženost podniku. Zadluženost pro podnik nemusí vždy znamenat negativní vliv, neboť jak víme z předchozích odstavců, cizí kapitál je levnější než vlastní a proto jej firmy často využívají.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{CZ}{A}, \quad (2.44)$$

kde  $CZ$  představují cizí zdroje a  $A$  jsou celková aktiva.

Poslední úroveň je pátá, která v první řadě rozkládá rentabilitu tržeb. Ta se po uspořádání rozloží na náklady, které souvisí s podnikatelskou činností. Těmi jsou náklady na výkonovou spotřebu, na prodané výrobky, mzdy zaměstnancům a ostatní náklady. Rozklad lze vyjádřit jako:

$$\frac{N_{VS}}{T} + \frac{N_{PV}}{T} + \frac{N_{mzdy}}{T} + \frac{N_{ost}}{T} = \frac{N_{VS} + N_{PV} + N_{mzdy} + N_{ost}}{T}, \quad (2.45)$$

kde  $N_{VS}$  představují náklady výkonové spotřeby,  $N_{PV}$  jsou náklady na prodané výrobky,  $N_{mzdy}$  jsou mzdové náklady,  $N_{ost}$  jsou ostatní náklady a  $T$  jsou celkové tržby.

Následující analýza se týká obrátky celkových aktiv, které se po úpravách rozkládá na součty dob obratu časového rozlišení, dlouhodobých aktiv a oběžných aktiv.

**Doba obratu** ukazuje, za jak dlouho dojde k obratu časového rozlišení, stálých aktiv nebo oběžných aktiv, udává počet dnů. Pozitivní je co nejkratší doba obratu, tzn. klesající trend. Ukazatel je závislý na výši jmenovatele, tak i čitatele, který představuje tržby. Součet doby obratu je vyčíslen následovně:

$$\frac{\check{C}R}{T} \cdot 360 + \frac{DA}{T} \cdot 360 + \frac{OA}{T} \cdot 360 = \frac{\check{C}R + DA + OA}{T} \cdot 360, \quad (2.46)$$

kde  $\check{C}R$  je časové rozlišení,  $DA$  dlouhodobá aktiva,  $OA$  oběžná aktiva a  $T$  jsou tržby.



### **3 Charakteristika a popis vybraného podniku**

Ve třetí části této práce si představíme společnost LDF Rožnov a.s., obecné informace zahrnující předmět podnikání, strukturu managementu a vývoj nákladů a tržeb. Dále se budeme zabývat konkurenty na trhu a představíme si systém výher státních zakázek od LČR.

#### **3.1 Základní údaje a předmět činnosti**

LDF Rožnov a.s. má sídlo v Hradci nad Moravicí 747 41, Tovární okruh 674 a byla zapsána do obchodního rejstříku dne 27. července 1999. Právní forma je v podobě akciové společnosti, kdy základní kapitál představuje hodnotu 1 milion korun. Do společnosti vložili kapitál nerozdílně dva akcionáři po 500 000 Kč. Bylo vydáno 100 ks kmenových akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 10 000,-Kč.

Předmětem podnikání jsou silniční motorová doprava a nákladní doprava, výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona a ošetřování rostlin, rostlinných produktů, objektů a půdy proti škodlivým organismům přípravky na ochranu rostlinného biocidními přípravky.

Celková práce lesnické společnosti zahrnuje výběr kácených stromů, těžbu (kácení), vývoz dřeva na svozová místa, buďto vyvážkou nebo koňmi, třídění dřeva (dýhárenské, truhlářské, stavební, dřevo na výrobu papírů, palivové dříví), a následný prodej.

Kompletní pěstební činnost spočívá v úklidu lesa po těžbě, zalesnění, ochrana lesů proti škůdcům (kůrovcům) a stavbou oplocenek proti zvěři.

Management firmy se skládá z předsedy představenstva, místopředsedy představenstva, člena představenstva a členů dozorčí rady. Průměrný počet zaměstnanců podniku je 47, z toho 4 řídící pracovníci.

#### **3.2 Vývoj nákladů podniku LDF Rožnov a.s.**

Vybrané náklady vynaložené na prodané zboží, spotřebu materiálu a energie a náklady na služby představují největší výdajové položky podniku.

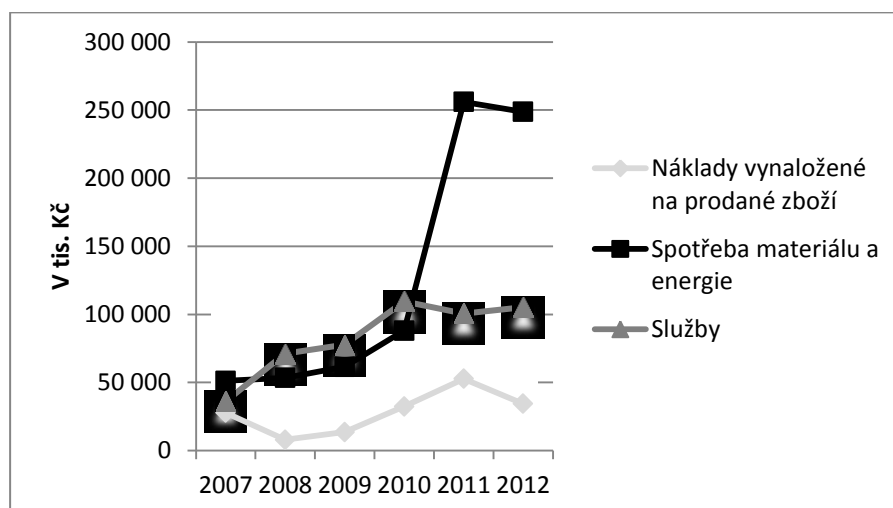
Náklady vynakládané na prodané zboží se pohybují v podobné výši jako tržby za toto prodané zboží. Je to zapříčiněno tím, že palivové dříví se prodává levně. Náklady spojené s tímto prodejem představují náklady na prodané m<sup>3</sup> od Lesů ČR. Podnik musí za těžbu státních lesů odvádět poplatky LČR za každý vytěžený strom.

Výkonová spotřeba reprezentuje náklady za spotřebovaný materiál a energii a dále jeho náklady na služby. Tyto náklady tvoří největší výdajovou položku ve výkazu zisku a ztráty. Od roku 2007 až 2010 byly náklady na služby vyšší než náklady na spotřebovaný materiál. Důvod byl jednoduchý, čím menší území státních lesů podnik vyhrál, tím méně se mohlo těžit, avšak pěstitelská činnost byla prováděna jako subdodávka pro Lesnicko-dřevařskou firmu, spol. s.r.o. Od roku 2011 se však toto změnilo, neboť podnik vyhrál velkou státní zakázku a proto se začal více věnovat těžbě lesů, nikoli pěstitelské činnosti. Je to pochopitelné, neboť těžba dříví je pro podnik více zisková.

**Tab. 3.1 Vývoj nákladů na prodané zboží a výkonnou spotřebu v letech 2007 - 2012 (v tis. Kč)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Náklady vynaložené na prodané zboží	27 774	7 941	13 651	32 407	52 689	34 438
Spotřeba materiálu a energie	51 187	53 464	61 513	88 079	256 057	248 759
Služby	36 080	71 146	77 731	109 434	100 704	105 306

**Graf 3.1 Vývoj nákladů na prodané zboží a výkonnou spotřebu v letech 2007 - 2012 (v tis. Kč)**



### 3.3 Vývoj tržeb podniku LDF Rožnov a.s.

Tržby za prodej zboží představuje palivové dříví, které je považováno za pevné palivo ke spálení. Vývoj těchto tržeb se pohybuje od 8 až 54 mil. Kč ročně. Důvodů takového kolísání může být hodně, je to např. teplou zimou, kdy domácnostem zůstalo dříví z minulých let a proto jej nemuseli tolik nakupovat v letech následujících. Dalším důvodem může být přechod domácností na jiná paliva, např. sluneční, elektrická, plynová. Jeden

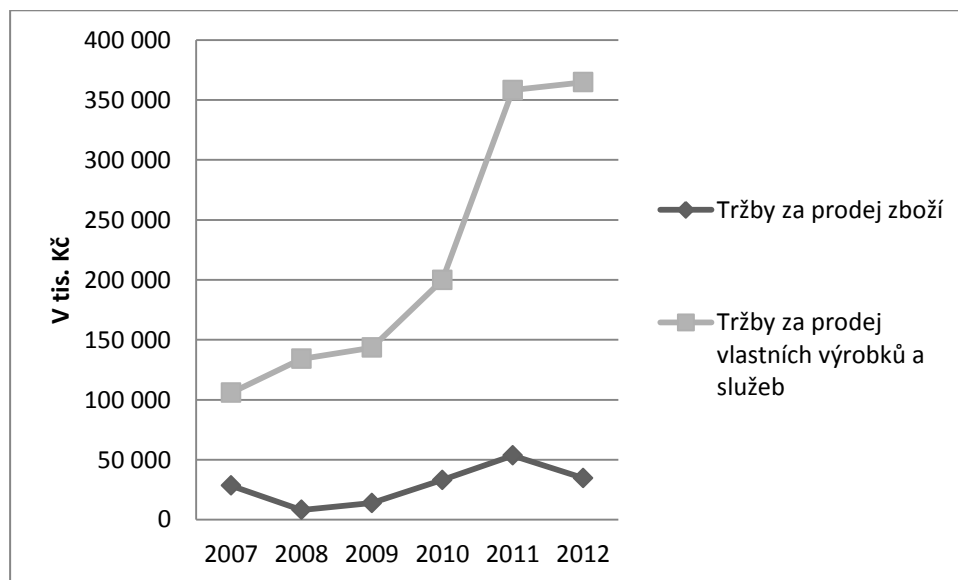
z nejvýznamnějších důvodů je ale zvýšení cen palivového dříví. Je zde nízká volatilita, tzv. kolísavost, v čase ceny rostou.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb jsou podstatně vyšší než za prodej zboží. Je to logické, neboť společnost prodává dříví, které se dále zpracovává na potřeby odběratelů. Může sloužit jak pro výrobu papíru, pilařské firmy, tak pro stavební a truhlářské společnosti. Tržby v čase rostou a jsou zapříčiněny zvýšením poptávky po dříví používaných ve stavebním průmyslu. Patří zde také tržby z kompletní pěstitelské činnosti, kdy podnik zalesňuje, vytváří oplocenky, ošetřuje stromy proti škůdcům a uklízí les po těžbě.

**Tab. 3.2 Vývoj tržeb za prodané zboží a výkonnou spotřebu v letech 2007 – 2012 (v tis. Kč)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby za prodej zboží	28 456	8 098	13 857	33 135	53 571	34 742
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	105 836	134 085	143 479	199 813	358 128	364 747

**Graf 3.2 Vývoj tržeb za prodané zboží a výkonnou spotřebu v letech 2007 - 2012**



### 3.4 Zhodnocení vývoje prostřednictvím klasických ukazatelů výkonnosti od počátku podnikání do roku 2006

Podnik vznikl 27. července 1999, avšak účetní závěrka byla vyhotovena až za rok 2000. Podnikatelská činnost za část roku 1999 je zahrnuta v roce následujícím. Následující Tab. 3.3 poukazuje na vývoj *EAT* a *EBIT* od zahájení podnikatelské činnosti po rok 2006.

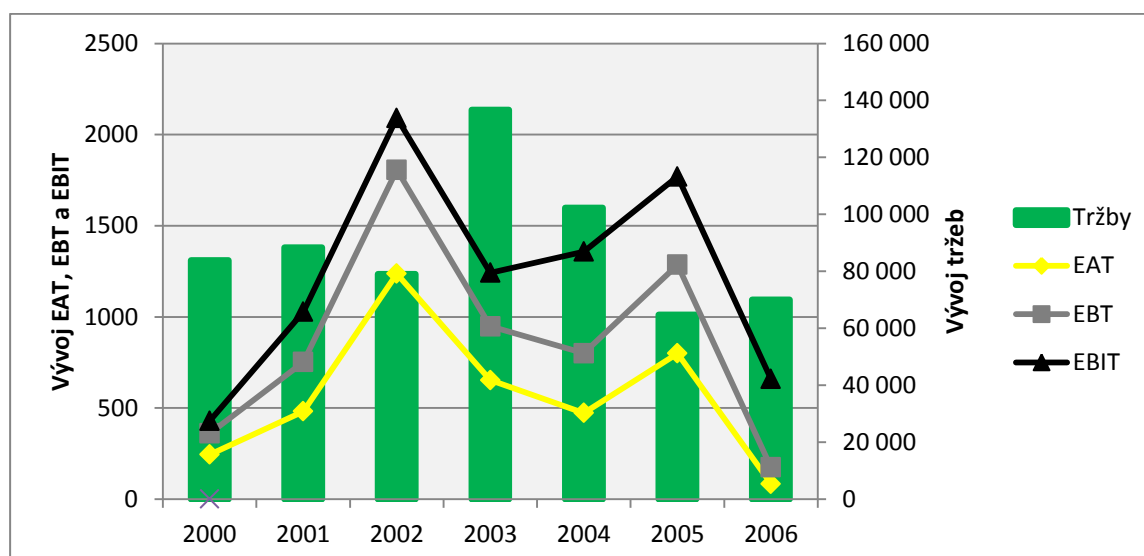
**Tab. 3.3 Vývoj *EAT*, *EBT*, *EBIT* a tržeb za prodané zboží, výrobky a služby od roku 2000 do roku 2006**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<i>EAT</i>	245	482	1 237	653	473	800	84
<i>EBT</i>	361	752	1 807	948	801	1 286	175
<i>EBIT</i>	429	1 028	2 091	1 242	1 358	1 770	659
Tržby za prodané zboží, výrobky a služby	83 906	88 322	79 044	136 693	102 346	64 805	70 082

Ve sledovaném období čistý zisk kolísal, nejlepší hodnotu dosahoval v roce 2002 a tu nejméně příznivou v roce 2006. V Grafu 3.3 si můžeme povšimnout, že od roku 2000 až 2003 stoupala daňová povinnost skoro rovnoběžně s *EAT*. Sazba daně z příjmu právnických osob byla 31 %. Rok 2004 byl průlomový v Zákoně o dani z příjmu, neboť se zmiňovaná daň snížila na 28 %. Jak můžeme vidět v Tab. 3.3, podnik dosahoval většího zisku před zdaněním a úroky než v roce 2003, avšak zaplatil menší daň. Celková daňová povinnost v roce 2004 byla 328 tis. Kč a nákladové úroky byly v hodnotě 557 tis. Kč. V roce 2003 lze vidět, že *EBIT* byl nižší než v roce následujícím, avšak *EAT* byl vyšší. Je to zapříčiněno nákladovými úroky, které byly ve výši 294 tis. Kč, tzn. přibližně o 250 tis. Kč menší než v roce následujícím. V roce 2005 se DzP PO snížila na 26 %. V tomto roce výrazně vzrostl čistý zisk a to o 327 tis. Kč. Důležitou roli zde hrály nákladové úroky, které odčerpali z *EBT* částku 486 tis. Kč, přičemž podniku se zvýšili krátkodobé bankovní úvěry o milion korun. Zde jde vidět, že podnik se pro bankovní instituce stává bonitním zákazníkem. V roce 2006 se skoro desetinásobně snížil *EAT* na hodnotu 84 tis. Kč a sazba DzP PO se nížila o 2 %. Tržby sice rostly, ale s nimi i náklady na materiál a služby. Nákladové úroky byly skoro ve stejné výši jako v roce 2005 a to ve výši 484 tis. Kč, i když se bankovní úvěry snížily o 2 738 tis. Kč. Může to být z toho důvodu, že se z krátkodobých BÚ staly krátkodobé finanční výpomoci, které mají vyšší úrokové zatížení.

Vývoj tržeb se v prvních třech letech pohyboval ve stejné výši, bylo to přibližně 86 000 tis. Kč. V roce 2003 vzrostly tržby o 57 000 tis. Kč. Je to opět dáno tím, že podnik vyhrál velkou státní zakázku Lesní správy Ostrava. V roce 2004 tržby klesly o 34 000 tis. Kč a následující rok přibližně o 38 000 tis. Kč. Poslední sledovaný rok vzrostly o 5 277 tis. Kč. Výkyvy v lesnictví jsou běžné, neboť se nikdy dopředu neví, zda nedojde k náhlé životní události, jako jsou vichřice, požáry apod.

Graf 3.3 Vývoj *EAT*, *EBT*, *EBIT* a tržeb za prodané zboží, výrobky a služby od roku 2000 do roku 2006



### 3.5 Výpočet tradičních ukazatelů

Tato část kapitoly bude věnována výpočtům čistého zisku, zisku před zdaněním, zisku před zdaněním a úroky, zisku před zdaněním, úroky a odpisy a provozního Cash flow.

#### 3.5.1 Přehled dosaženého čistého zisku, zisku před zdaněním, úroky a odpisy

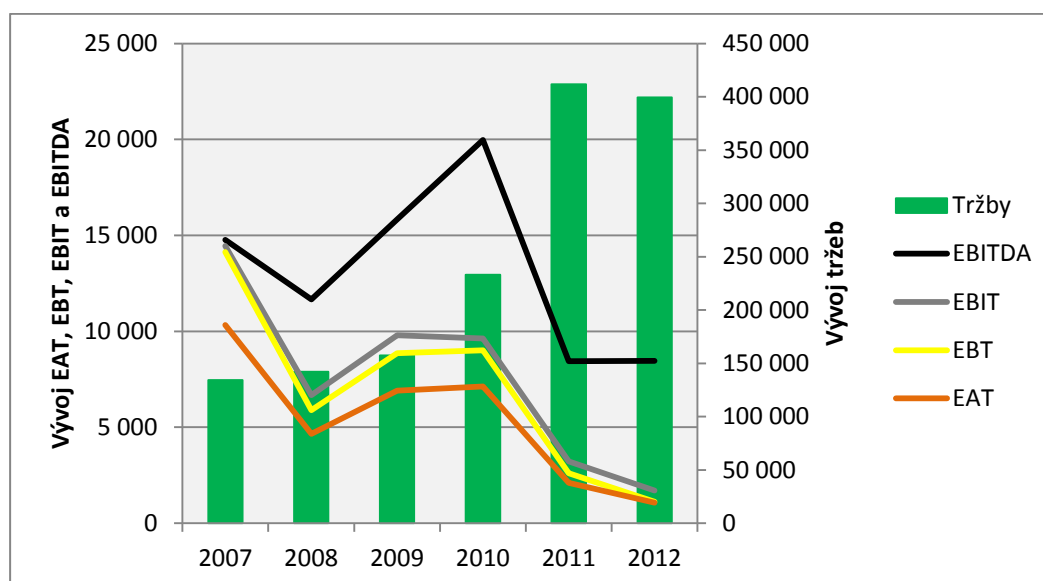
V Tab. 3.4 si můžeme povšimnout, že absolutní zisk v každém roce klesá, vyjma roku 2009 a 2010, kdy oproti roku 2008 vzrostl o 2 248 tis. Kč a oproti roku 2009 vzrostl pouze o 222 tis. Kč. V Tab. 3.2 si ale můžeme všimnout každoročního růstu tržeb bez výjimky, ale přesto zisk klesá. Je to dáno zvýšenými náklady na provoz podniku, pořizováním dlouhodobého majetku, odvodem poplatků Lesům České republiky a zvyšováním platů zaměstnanců.

Tab. 3.4 Vývoj zisku *EBITDA*, *EBIT*, *EBT*, *EAT* a tržeb za prodané zboží, výrobky a služby v letech 2007 – 2012 (v tis. Kč)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>EBITDA</i>	14 762	11 672	15 829	19 977	8 438	8 454
<i>EBIT</i>	14 457	6 676	9 792	9 634	3 216	1 703
<i>EBT</i>	14 139	5 897	8 855	9 008	2 598	1 128
<i>EAT</i>	10 335	4 664	6 912	7 134	2 098	1 064
Tržby	134 292	142 183	157 336	232 948	411 699	399 489



Graf 3.4 Rozložení *EAT*, *EBT*, *EBIT* a *EBITDA* a tržeb v letech 2007 - 2012



### 3.5.2 Cash flow z provozní činnosti

Každá účetní jednotka by měla mít přehled o stavu jeho peněžních prostředků. Cash flow nám umožňuje pozorovat skutečný stav vyprodukovaných peněz podniku a také jakým způsobem je užila. Informace z Výkazu Cash flow využívají jak interní uživatelé, tak externí, jako jsou např. banky a dodavatelé. Přináší obraz o finanční situaci podniku a úrovni jeho finančního řízení.

CF z provozní činnosti vychází z čistého zisku navýšený o odpisy, neboť to jsou pro firmu náklady, nikoli výdaje. Od nich se odečte změna stavu zásob a krátkodobých pohledávek a přičte změna stavu závazků. Výpočet proběhne podle Tab. 2.2.

Tab. 3.5 Cash flow z provozní činnosti

Symbol	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
EAT	4 664	6 912	7 134	2 098	1 064
ODP	4 996	6 037	10 343	5 222	6 751
$\Delta$ ZAS	1 948	-1 272	-1 143	-986	-4 671
$\Delta$ POHL	-10 467	-11 109	13 892	-17 798	8 495
$\Delta$ KZAV	1 376	13 901	-8 049	11 411	-5 013
<b>CF z provozní činnosti</b>	<b>2 517</b>	<b>14 469</b>	<b>22 177</b>	<b>-53</b>	<b>6 626</b>

V Tab. 3.5 můžeme vidět, jak protékaly peněžní toky v pěti sledovaných letech. První sledované období je rok 2008, kdy CF z provozní činnosti dosahovala hodnoty 2 517 tis. Kč.

Podnik snížil čistý pracovní kapitál a snížil tak celkovou likviditu. V následujícím roce se CF zvýšilo o 11 952 tis. Kč. ČPK se zvýšil a proto se zvýšila i celková likvidita společnosti. Rok 2010 byl pro podnik z pohledu CF nejpříznivější, neboť jeho hodnota převyšovala 22 mil. Kč. Největší podíl na růstu CF měli pohledávky z obchodních vztahů, které se snížily o 13 892 tis. Kč a také odpisy, které se zvýšily o více jak 4 mil. Kč. Následující rok se CF z provozní činnosti pohybovalo v záporných hodnotách, o co se zapříčinily zvýšené pohledávky z obchodních vztahů. Proto muselo být provozní CF financováno z finančního CF. V roce 2012 si podnik pohlídal svou likviditu a CF se opět zvýšilo na 6 626 tis. Kč.

### 3.5.3 Ukazatel čistého zisku na akcii EPS

Jelikož firma neobchoduje s akciemi na kapitálovém trhu a nevyplácí podíly na zisku, nelze vypočítat tržní ukazatele. Můžeme se zde obrátit pouze na jednoho ukazatele a tím je ukazatel *EPS*, podle kterého zjistíme, kolik čistého zisku připadá na jeden kus kmenové akcie. V tabulce níže můžeme vidět kolísavý trend, který má za poslední dva sledované roky trend klesající. Nejvyššího podílu dosahuje v roce 2007, kdy čistý zisk na jednu akcii tvoří 103 350 Kč. Je to desetinásobek toho, za kolik byla akcie vydána. Na rozdíl od roku 2012 kdy je hodnota skoro stejná jako hodnota vydané akcie, což je 10 640 Kč.

Tab. 3.6 Vývoj čistého zisku na akcii (v tis. Kč)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>EAT</i>	10 335	4 664	6 912	7 134	2 098	1 064
Počet kusů akcií	100	100	100	100	100	100
<b><i>EPS</i></b>	<b>103,35</b>	<b>46,64</b>	<b>69,12</b>	<b>71,34</b>	<b>20,98</b>	<b>10,64</b>

### 3.6 Problematika státních zakázek

Konkurence na trhu je velmi vysoká a proto se firma snaží příležitostně výkyvy v odvětví minimalizovat novými investicemi. Jako jedna z plánovaných investic je výstavba nové pilnice a vybudování skladu na vytěžené dříví.

Firma vyhrála státní zakázku u LČR od roku 2005 až 2007, kdy získala revír Rožnov pod Radhoštěm, Zlaté Hory, Nové Heřminovy, Karlovu Horu.

Další státní zakázka byla stanovena pro období od roku 2008 až 2010, kdy k předchozím revírům získala Lesní správu Ostrava.

Následující zakázka byla pouze na rok 2011, kvůli nestabilnímu prostředí Lesů České republiky. Podnik získal další obrovský revír a to Lesní správu Města Albrechtice a obce Dlouhá Voda, Spálené, Artmanov a Hošťálkovy.

Poslední známá zakázka byla vyhlášena na 5 let, tj. od roku 2012 až do roku 2016. Podnik zde vyhrál obce Krasov a Heřmanovice a přišel o obce Zlaté Hory a Nové Heřminovy. Největšími konkurenti jsou Pradědský lesní závod, a.s., AGROFOREST, a.s., Opavská lesní, a. s., KOTRLA, a. s. a ČEDAR, spol. s.r.o..

Firma se orientuje především na těžbu dříví a následně zalesněním a ošetřováním výsadby nových stromků. Dříví dodává jak zpracovatelským firmám (pilám), tak stavebním společnostem. Nejméně kvalitní dříví prodává jako palivo domácnostem. Cílový trh je rozmanitý, a jelikož převládá silná konkurence, tak se podnik snaží orientovat i na vývoz do zahraničí, jako je např. Slovensko, Polsko, Rakousko a Itálie.

## 4 Analýza a zhodnocení podnikové výkonnosti prostřednictvím ekonomické přidané hodnoty

Obsahem praktické části je přenést metodologii finanční výkonnosti firmy na konkrétní situaci v daném podniku. Budeme se zabývat samostatným rozbořem rizikových přírážek, ze kterých jsou vypočteny náklady na vlastní kapitál. Následující analýza se bude týkat výpočtů tradičních ukazatelů finanční výkonnosti a samostatného výpočtu ekonomické přidané hodnoty. V závěru bakalářské práce se budeme věnovat analýze pyramidového rozkladu ekonomické přidané hodnoty s použitím funkcionální metody.

### 4.1 Výpočet rizikových přírážek

Pro účely vyčíslení nákladů na vlastní kapitál, musíme nejdříve zjistit rizikové přírážky. Jedná se o bezrizikovou úrokovou míru, přírážku za finanční stabilitu, přírážku za velikost podniku a přírážku za obchodní riziko.

#### Výpočet bezrizikové sazby

Bezriziková úroková míra  $r_f$ , někdy používána jako výnos 10letých státních dluhopisů, je převzata ze stránek Ministerstva průmyslu a obchodu. V Tab. 4.1 můžeme vidět, že bezriziková úroková míra ve sledovaném období klesá, s výjimkou roku 2008, kdy vzrostla o 1,27 %. Tuto sazbu nemůže podnik ovlivnit.

Tab. 4.1 Bezriziková úroková sazba (v %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
$r_f$	4,28	5,55	4,67	3,71	3,79	2,31

#### Výpočet přírážky za finanční stabilitu

Riziková přírážka za finanční stabilitu vychází z porovnání celkové likvidity podniku s průměrnými hodnotami v odvětví.

Přírážky na finanční stabilitu jsou v prvních dvou sledovaných letech rovny nule. Důvodem je to, že celková likvidita podniku je vyšší než požadovaný ukazatel XL2. V dalších letech přírážka roste. Velký nárůst rizikové přírážky za finanční stabilitu v roce 2011 a 2012 je dán novým rozdělením likvidity pro Zemědělství, lesnictví a rybářství. Hodnoty likvidity XL1 a XL2 v letech předchozích byly stanoveny pro Ostatní těžbu a dobývání. Tyto změny projednává Ministerstvo průmyslu a obchodu.

**Tab. 4.2 Výpočet rizikové přírážky finanční stability podniku**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Celková likvidita (L3)	1,84	1,69	1,48	1,91	1,49	1,31
XL2	1,84	1,29	2,41	2,15	2,91	2,51
XL1	0,40	0,20	0,74	0,93	1,60	1,43
$r_{finstab}$ (v %)	0	0	3,1	0,39	11,69	12,31

### Výpočet přírážky za velikost podniku

Přírážka za velikost podniku se vypočítá podle vzorce 2.29.

**Tab. 4.3 Výpočet rizikové přírážky za velikost podniku**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
UZ (v tis. Kč)	12 080	34 112	35 576	32 729	35 112	39 949
$r_{la}$ (v %)	5	5	5	5	5	5

V Tab. 4.4 můžeme vidět, že přírážka za velikost podniku dosahuje maxima, neboť její úplatné zdroje nepřesahují 100 mil. Kč

### Výpočet rizikové přírážky za podnikatelské riziko

Riziková přírážka charakterizuje produkční sílu podniku  $r_{pod}$  lze vypočítat podle vzorce 2.30, kdy se porovnává rentabilita aktiv z podmínkou X1.

**Tab. 4.4 Výpočet přírážky za podnikatelské riziko**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
X1	0,392	0,025	0,031	0,041	0,034	0,026
ROA	0,562	0,131	0,145	0,172	0,047	0,025
$r_{pod}$ (v %)	3,25	2,9	3,11	2,41	2,32	3,72

Riziková přírážka produkční síly se rovná hodnotám za odvětví, neboť ukazatel ROA dosahuje vyšších hodnot než je dána podmínka X1. Výjimkou je rok 2012, kdy je ROA menší než X1 a proto se vypočítá podle již zmíněného vzorce. Nejnížší riziko dosahuje v roce 2011, kdy je  $r_{pod}$  2,32 % a nejvyšší riziko v roce 2012, kdy se hodnota  $r_{pod}$  přibližuje 4 %.

## 4.2 Výpočet nákladů na vlastní kapitál

Nejdříve si vypočteme pomocí součtu jednotlivých rizikových přírážek náklady na kapitál nezadlužené investice  $WACC_U$  v relativním vyjádření a následně pak podle vzorce 2.25 vyčíslíme náklady na vlastní kapitál  $r_e$ . Srovnání proběhlo pomocí Benchmarkingového diagnostického systému finančních indikátorů INFA dostupného na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu.

**Tab. 4.5 Výpočet průměrných celkových nákladů  $WACC_U$**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
$r_f$	4,28	5,55	4,67	3,71	3,79	2,31
$r_{finstab}$	0	0	3,1	0,39	11,7	12,31
$r_{la}$	5	5	5	5	5	5
$r_{pod}$	3,25	2,9	3,11	2,41	2,32	3,72
$WACC_U$	<b>12,53</b>	<b>13,45</b>	<b>15,88</b>	<b>11,51</b>	<b>22,81</b>	<b>23,34</b>

V Tab. 4.5 si lze povšimnout všech rizikových přírážek, ze kterých se skládají průměrné náklady nezadlužené investice. Tyto náklady ve sledovaném období rostou, kromě roku 2010, kdy klesly o 4 %. Je to dáno poklesem přírážky za finanční stabilitu podniku. Nejvíce vzrostly celkové náklady v roce 2011 o 11,3 %. Zde má přírážka za finanční stabilitu opačný vliv než v roce předchozím. Opět je to dáno změnou porovnávaného odvětví MPO.

Výpočet nákladů vlastního kapitálu je vyjádřen v Tab. 4.6.

**Tab. 4.6 Výpočet nákladů na vlastní kapitál  $r_e$**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
$WACC_U$ (v %)	12,53	13,45	15,88	11,51	22,80	23,34
UZ	12 080	34 112	35 576	32 729	35 112	39 949
EAT/EBT	0,73	0,79	0,78	0,79	0,81	0,94
UM	0,8346	0,0375	0,0586	0,0694	0,0664	0,0440
Vlastní kapitál	11 699	13 363	19 574	23 708	25 806	26 870
Aktiva	25 728	50 910	67 461	55 988	67 885	66 980
$r_E$ (v %)	<b>12,92</b>	<b>34,29</b>	<b>28,82</b>	<b>15,87</b>	<b>31,00</b>	<b>34,68</b>

Náklady na vlastní kapitál dosahovaly v roce 2007 své minimální hodnoty. Následující rok vzrostly náklady na vlastní kapitál o 21,37 %. Bylo to dáno dvojnásobným zvýšením

celkových aktiv a sníženou úrokovou mírou. V roce 2009 se  $r_E$  snížily o 5,47 %. Dlouhodobá aktiva se v roce 2010 snížila o 11,5 mil. Kč, a proto se hodnota  $r_E$  snížila na 15,87 %. V následujícím roce se  $r_E$  opět dvojnásobně zvýšilo na 31 %. Tyto kolísavosti jsou způsobeny změnou struktury aktiv.

### 4.3 Riziková přírážka za finanční strukturu

Přirážka je odvozena z rozdílu nákladů na vlastní kapitál a WACC.

Jak můžeme vidět v následující tabulce, náklady vlastního kapitálu v roce 2007 se blíží WACC, proto je hodnota  $r_{FINSTRU}$  tak nízká. Od roku 2008 jsou náklady na vlastní kapitál větší než WACC, proto se přírážka za finanční strukturu bude zvyšovat. V roce 2008 by měla být  $r_{FINSTRU}$  rovna 20,84 %, avšak musí zde být dodrženo pravidlo MPO, které ukládá maximální hodnotu přiřazenou za tuto přírážku, což činí 10 %. To stejné se odehrává v roce 2009 a 2012. V roce 2010 se náklady za finanční strukturu snížili na 4,36 % a v roce 2011 na 8,20 %.

Tab. 4.7 Výpočet rizikové přírážky za finanční strukturu (v %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
$r_E$	12,92	34,29	28,82	15,87	31,00	34,68
WACC	12,53	13,45	15,88	11,51	22,80	23,34
$r_{FINSTRU}$	0,39	10,00	10,00	4,36	8,20	10,00

### 4.4 Zhodnocení ukazatelů rentability

Ukazatele rentability jsou celosvětově uznávanými účetními ukazateli výkonnosti. Podniky by měli umět jejich výslednou hodnotu analyzovat a následně s nimi pracovat. Mezi nejznámější ukazatele patří rentabilita vlastního kapitálu, rentabilita aktiv a rentabilita dlouhodobých zdrojů.

Tab. 4.8 Vývoj ukazatele ROA, ROE a ROCE v letech 2007 - 2012

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ROA	56,19%	13,11%	14,52%	17,21%	4,74%	2,54%
ROE	88,34%	34,90%	35,31%	30,09%	8,13%	3,96%
ROCE	114,81%	21,08%	27,42%	26,29%	9,86%	5,72%

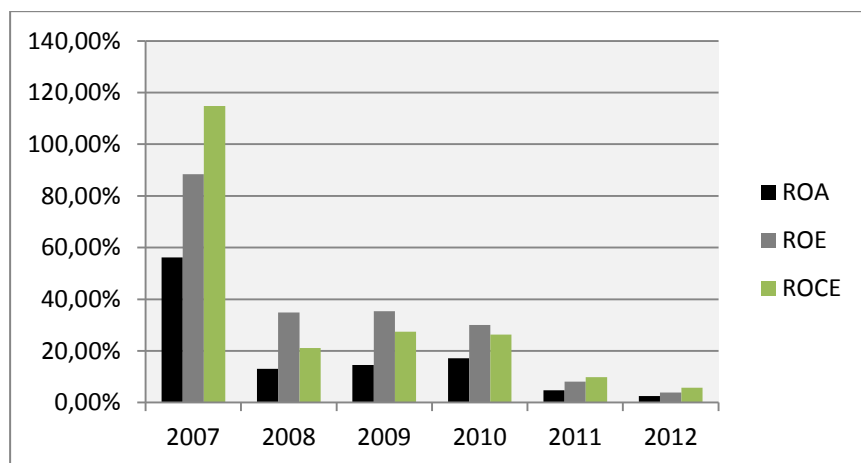
Trendem rentability aktiv LDF Rožnov a.s. je klesající charakter. Rentabilita aktiv v roce 2007 byla vysoká z důvodu nízké hodnoty dlouhodobého majetku, kdy podnik neměl

ve vlastnictví příliš vlastních strojů a převažoval zde leasing. Leasing je pro podnik velice důležitý zdroj financování, avšak majetek získaný leasingem se zapisuje do obchodního majetku až po jeho splacení.

Rentabilita vlastního kapitálu má velkou vypovídací schopnost a při jejím důkladném rozkladu můžeme zjistit, které dílčí ukazatele mají na něj největší vliv. To můžeme vypočítat v následující kapitole. Největší podíl na vlastním kapitálu má nerozdělený výsledek hospodaření z minulých let, který každoročně roste. Čistý zisk naopak kolísá, poslední dva roky klesá. Jelikož se zvyšuje vlastní kapitál a čistý zisk spíše klesá, pak musí i ukazatel ROE klesat, pouze v roce 2009 stagnuje. Největší hodnotu dosahuje v roce 2007, kdy ROE dosahovalo 88 %. V roce následujícím rapidně klesl o 53 %. Je to zapříčiněno poklesem EAT, který se snížil o 5 671 tis. Kč a nárůstem nerozděleného zisku minulého období. Další rapidní skok byl v roce 2011, kdy hodnota ROE klesla o 22 %. Čistý zisk opět klesl o 5 036 tis. Kč a vlastní kapitál se zvýšil o 2 098 tis. Kč, který je ovlivněn nerozděleným ziskem z minulého roku. V posledním sledovaném roce ROE klesl na 4 %. Důvod je stejný jak v předchozím roce.

ROCE měří, kolik provozního výsledku hospodaření odčerpají dlouhodobé zdroje. V roce 2007 dosahovala ROCE 115 %. V roce následujícím podniku rapidně klesla hodnota ROCE na 21 %. Podnik si v tomto roce vypůjčil od bankovních institucí přes 20,5 mil. Kč. EBIT však také klesl o 7 781 tis. Kč. Tzn., že dlouhodobé zdroje odčerpají pouze 21 % z provozního výsledku hospodaření. Další rok se ROCE zvýšilo o 5 % a v roce 2010 klesl pouze o 1 %. V roce 2011 rentabilita dlouhodobých zdrojů klesla na 10 %. Podniku se totiž snížil EBIT o 6 418 tis. Kč. V roce 2012 se hodnota opět snížila, ale jen o 4 %. V následujícím Grafu 4.2 je přehled vývoje zmíněných ukazatelů.

**Graf 4.1 Vývoj ukazatele ROA, ROE a ROCE v letech 2007 – 2012**





## 4.5 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

Po výpočtu všech požadovaných komponentů, můžeme sestavit ukazatel EVA na bázi zúženého hodnotového rozpětí a na bázi relativního hodnotového rozpětí.

Jak vidíme v Tab. 4.9, ukazatel EVA je vypočítaný na bázi zúženého rozpětí. Náklady na vlastní kapitál, jsou odvozeny ze vzorce 2.27. Zde si můžeme povšimnout, že hodnota  $r_E$  v roce 2008 neodpovídá hodnotě v Tab. 4.6. Je to dáno přírážkou za finanční strukturu podniku, neboť její hodnota byla omezena na 10 % v roce 2008, 2009 a 2012.

Tzv. nadzisk firmy, někdy známý jako ekonomický zisk, v čase kolísá. Největšího ekonomického zisku podnik dosáhl v roce 2007, kdy EVA byla 8 824 tis. Kč, což pro vlastníky podniku byla velmi pozitivní hodnota. V následujícím roce EVA klesla na částku 1 530 tis. Kč. Za tento pokles mohla nejvíce rentabilita tržeb, která klesla o 53,5 %. Po další dva roky hodnota EVA rostla, bylo to dáno hlavně zvyšujícím se vlastním kapitálem, kterému se nejvíce zvyšoval VH z minulých let. V roce 2011 došlo k zásadnímu poklesu ROE a hodnota EVA se tak dostala do záporných čísel, klesla o 9 275 tis. Kč. Na vině byly i náklady na vlastní kapitál, které přesahovali hodnotu ROE. Poslední sledovaný rok nebyl pro vlastníky podniku také příznivý, neboť se hodnota EVA snížila o 1 991 tis. Kč. Důkladný rozklad komponentů bude proveden v Kapitole 4.5.1.

**Tab. 4.9 EVA na bázi zúženého hodnotového rozpětí**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ROE (%)	88,34	34,90	35,31	30,09	8,13	3,96
$r_E$ (%)	12,92	23,45	25,88	15,87	31,00	33,34
VK (Kč)	11 699	13 363	19 574	23 708	25 806	26 870
<b>EVA (Kč)</b>	<b>8824</b>	<b>1530</b>	<b>1846</b>	<b>3372</b>	<b>-5903</b>	<b>-7894</b>

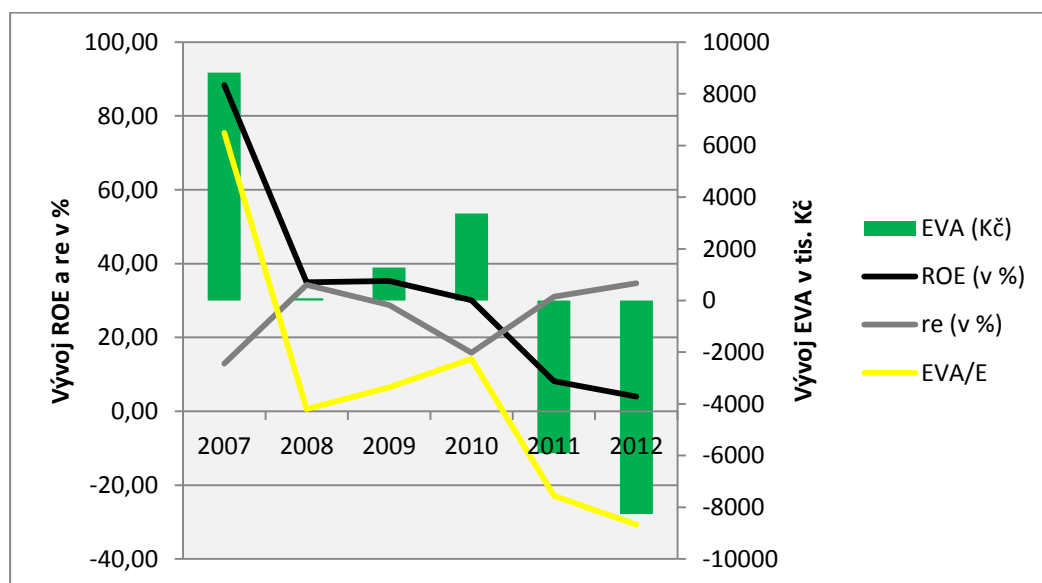
**Tab. 4.10 EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ROE	88,34	34,90	35,31	30,09	8,13	3,96
$r_E$	12,92	23,45	25,88	15,87	31,00	33,34
<b>EVA/E</b>	<b>75,42</b>	<b>11,45</b>	<b>9,43</b>	<b>14,22</b>	<b>-22,87</b>	<b>-29,38</b>

V Tab. 4.10 si můžeme povšimnout, jak se EVA tvořila na bázi relativního hodnotového rozpětí. Náklady na vlastní kapitál jsou opět vyjádřeny podle základního vzorce 2.27. Nejlépe byl tvořen nadzisk v roce 2007, kdy dosahoval 75,42 % vůči vlastnímu kapitálu. Záporných hodnot firma čelila v roce 2011 a 2012, kdy se EVA pohybovala od -22,87 % až -29,38 %.

Následně je ekonomická přidaná hodnota zobrazena v Grafu 4.3 na bázi zúženého a relativního hodnotového rozpětí. V grafu je také vyznačen vývoj rentability vlastního kapitálu a nákladů na vlastní kapitál.

**Graf 4.2 Vývoj EVA na bázi zúženého a relativního hodnotového rozpětí, ROE a  $r_E$  v letech 2007 - 2012**



#### 4.5.1 Funkcionální metoda rozkladu ukazatele EVA

Obsahem této kapitoly bude zjistit, které dílčí ukazatele mají největší vliv na změnu ukazatel EVA. Mezi ty hlavní patří daňová a úroková redukce, rentabilita aktiv, finanční páka a náklady vlastního kapitálu. Ty se dále budou rozkládat na rentabilitu tržeb, dobu obratu dlouhodobých aktiv, oběžných aktiv a časového rozlišení, zadluženost, která je vytvořena na základě krátkodobých závazků, bankovních úvěrů nebo jiných cizích zdrojů. Náklady na vlastní kapitál se dále rozloží na bezrizikovou přírážku a rizikové přírážky.

V Tab. 4.11 – 4.15 budou znázorněny vlivy koncových ukazatelů pyramidového rozkladu ekonomické přidané hodnoty.

Tab. 4.11 Funkcionální metoda rozkladu 2007/2008

	$t_0$	$t_1$	Diskrétní výnos	Absolutní $\Delta$
<b>EVA</b>	<b>8824</b>	<b>1530</b>	<b>-0,827</b>	<b>-7293</b>
<i>E</i>	11699	13363	0,142	723
<i>ROE - Re</i>	75,42%	11,45%	-0,848	-8016
<i>EAT/EBT</i>	0,731	0,791	0,082	688
<i>EBT/EBIT</i>	0,978	0,883	-0,097	-888
<i>Nvs/T</i>	0,650	0,876	0,349	-11235
<i>Npv/T</i>	0,207	0,056	-0,730	7488
<i>Nmzdy/T</i>	0,068	0,090	0,334	-1120
<i>Nost/T</i>	0,005	0,037	6,668	-1592
<i>(ČR/T)360</i>	6,150	2,770	-0,550	281
<i>(DA/T)360</i>	3,166	49,074	14,501	-3820
<i>(OA/T)360</i>	59,654	77,057	0,292	-1448
<i>JCZ/A</i>	0,058	0,066	0,128	190
<i>KZAV/A</i>	0,469	0,264	-0,437	-5199
<i>BÚ/A</i>	0,015	0,408	26,522	9967
<i>Rf</i>	4,28%	5,55%	0,297	159
<i>Rfinstab</i>	0,00%	0,00%	0,000	0
<i>Rla</i>	5,00%	5,00%	0,000	0
<i>Rpod</i>	3,25%	2,90%	-0,108	-44
<i>Rfinstru</i>	0,39%	10,00%	24,760	1204

První sledované období je rok 2007/2008, kdy EVA dosahovala vysokých hodnot pro své akcionáře, tj. 8 824 tis. Kč. V roce 2008 klesla skoro osminásobně na 1 530 ti. Kč. Největší podíl na poklesu EVA měl rozdíl rentability vlastního kapitálu nákladů na vlastní kapitál. Struktura vlastního kapitálu poskytla ekonomické přidané hodnotě pozitivní zhodnocení.

Největší vliv na snížení EVA sledovaného období měla rentabilita tržeb, která klesla z 10,77 % na 4,70 %. Tržby za prodej výrobků a služeb vzrostly o 30 mil. Kč. Na EBIT zde působí obrovské náklady výkonové spotřeby, která se zvýšila o 37 343 tis. Kč. Na tomto růstu mají největší podíl služby, které se zvýšily o 35 mil. Kč a zahrnují služby kompletní péstelské činnosti. K tomuto růstu tržeb a nákladu přispěla výhra výběrového řízení státních lesů pro roky 2008, 2009 a 2010 pro Lesní správu Ostrava, obce Nové Heřminovy, Karlova Hora, Holčovice a Zlaté Hory. Druhý největší vliv měla zadluženost, způsobena krátkodobými závazky, která se snížila o 20,50 %. Ta měla za příčinu obrovský nárůst nakoupených strojních zařízení. Podnik nakoupil dva nákladní automobily, jeden hárvestor a

vyvážecí stroj. Tato investice velice ovlivnila ukazatel EVA. Krátkodobé závazky se totiž zvýšily v nepřiměřené míře pouze o 4 mil. Následujícím třetím největším vlivem byla doba obratu stálých aktiv, která se zvýšila ze 3 dní na 49 dní. Stále je to zapříčiněno investicemi do DHM. Čtvrtý největší vliv na pokles EVA měli ostatní náklady, na které působí zvýšené odpisy z DHM, zvýšily se o více jak 4,5 mil. Kč. Následující větší vliv měla doba obratu oběžných aktiv, kdy se to celková doba obratu zvýšila z 60 dní na 77 dní. Nejvíce se zde projevuje zvýšení krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů, které předchází výhře státní zakázky. S projevem nových odběratelů a větším prodejem dříví, tím se zvyšuje i doba splatnosti. Jako třetí na rentabilitu tržeb mají vliv mzdové náklady, které vzrostly o 3 749 tis. Kč. Opět je to dáno výhrami státních zakázek. Další umístění si zasloužila úroková redukce, kdy se nákladové úroky zvýšily o 416 tis. Kč. Je to dáno tím, že se firmě se zvýšili bankovní úvěry o 20 749 tis. Kč. Další vliv měla riziková přírážka za podnikatelské riziko, která se snížila z 3,25 % na 2,90 %. Žádný vliv na změnu EVA neměla riziková přírážka za velikost podniku a přírážka za finanční stabilitu, neboť se jejich přírážky nezměnily.

Pozitivní vliv měla daňová redukce. Sazba daně z příjmu právnických osob se snížila z 24 % na 21 %. Dále to byla riziková přírážka za finanční strukturu, která se zvýšila z 0 na 10 %. Druhý nejmenší vliv na pokles EVA měly náklady vynaložené na prodané zboží, neboť se snížily o méně jak 20 mil. Kč. Je to dříví, které firma vyhrála v aukcích po živelných událostech. Zcela nejmenší vliv měla zadluženost způsobena přijetím bankovních úvěrů, která se zvýšila o 41 %. Jak již bylo zmíněno, BÚ vrostli o více jak 20 mil. Kč.

Další sledované období jsou roky 2008/2009. EVA se oproti roku 2008 zvýšila z 1 530 tis. Kč na 1 846 tis. Kč, absolutní změna se pohybovala okolo 316 tis. Kč. Na růst hodnoty EVA měla tentokrát největší vliv struktura vlastního kapitálu a následně rozdíl ROE a  $r_E$ .

Největší podíl na zvýšení EVA měl ROS, kdy nabýval hodnot v roce 2008 4,70 % a v roce 2009 6,22 %. Celkové tržby se zvýšily o 15 153 tis. Kč a EBIT o 3 116 tis. Tento růst rentability tržeb nejvíce ovlivnily náklady na prodané zboží, zvyšující se o 5 759 tis. Kč. Druhý největší vliv na pozitivní změnu má riziková přírážka za finanční stabilitu. Třetí největší vliv způsobují náklady na výkonovou spotřebu, tentokrát se více zvýšila spotřeba materiálu a energie. Další je zadluženost za krátkodobé závazky. Tato zadluženost se zvýšila z 26,4 na 40,5 %. Podnik se snaží co nejvíc oddalovat placení svých závazků, neboť se mu prodlužuje doba jeho splatných pohledávek. Firma proto získává překlenovací úvěr, aby byla schopna své závazky platit včas. Následující větší vliv má úroková redukce. Nákladové úroky

se zvýšily o 158 tis. Kč a EBIT o 3 116 tis. Kč. V roce 2009 byly firmě poskytnuty úvěry ve výši 16 002 tis. Kč, je to téměř o 4,5 mil. Kč méně než v předchozím roce. Tzn., že firma dostala větší úrokovou sazbu než v roce předcházejícím. Pozitivní vliv na EVA mají ostatní náklady, které zahrnují daně a odpisy. Daně se zvýšily o 92 tis. Kč a odpisy o více jak milion. Další prokazatelný vliv má doba obratu časového rozlišení, kdy se snížila ze 3 dnů na 1,5 dne. Časové rozlišení aktiv se tak snížilo o 1 200 tis. Kč. Dále to je riziková přírážka za podnikatelské riziko, kdy se toto riziko zvýšilo z 2,90 na 3,11 %. Na devátém místě se umístila doba obratu dlouhodobých aktiv, která se snížila pouze o den, přitom se stálá aktiva zvýšila o 1 758 tis. Kč. Tohoto poklesu se ale více zapříčinily tržby, které se zvýšily o 15 153 tis. Kč.

**Tab. 4.12 Funkcionální metoda rozkladu 2008/2009**

	$t_0$	$t_1$	Diskrétní výnos	Absolutní $\Delta$
<b>EVA</b>	<b>1530</b>	<b>1846</b>	<b>0,206</b>	<b>316</b>
<i>E</i>	13363	19574	0,465	649
<i>ROE - Re</i>	11,45%	9,43%	-0,176	-333
<i>EAT/EBT</i>	0,791	0,781	-0,013	-76
<i>EBT/EBIT</i>	0,883	0,904	0,024	136
<i>Nvs/T</i>	0,876	0,885	0,010	352
<i>Npv/T</i>	0,056	0,087	0,553	1262
<i>Nmzdy/T</i>	0,090	0,087	-0,032	-117
<i>Nost/T</i>	0,037	0,041	0,099	150
<i>(ČR/T)360</i>	2,770	1,547	-1,223	51
<i>(DA/T)360</i>	49,074	48,370	-0,014	29
<i>(OA/T)360</i>	77,057	104,211	0,352	-1125
<i>JCZ/A</i>	0,066	0,066	0,008	40
<i>KZAV/A</i>	0,264	0,405	0,535	-282
<i>BÚ/A</i>	0,408	0,237	-0,418	-338
<i>Rf</i>	5,55%	4,67%	-0,159	-145
<i>Rfinstab</i>	0,00%	3,10%	0,000	511
<i>Rla</i>	5,00%	5,00%	0,000	0
<i>Rpod</i>	2,90%	3,11%	0,072	35
<i>Rfinstru</i>	10,00%	10,00%	0	0

Jeden z nejmenších vlivů měla na změnu EVA riziková přírážka za finanční strukturu podniku, která se snížila o 1,18 %. Další negativní vliv na růst měla zadluženost bankovních úvěrů, které se snížila o 17,10 %. Celková aktiva se ale zvýšila z 50 910 tis. Kč na 67 461 tis.

Kč., kdy se na tomto podílu nejvíce projevoval nárůst pohledávek z obchodních vztahů. Nejmenší vliv měla doba obratu oběžných aktiv, kdy pohledávky z obchodních vztahů tomuto zvýšení přispělo nejvíce. Zvýšila ze 77 dní na 104 dní.

**Tab. 4.13 Funkcionální metoda rozkladu 2009/2010**

	$t_0$	$t_1$	Diskrétní výnos	Absolutní $\Delta$
<b>EVA</b>	<b>1846</b>	<b>3372</b>	<b>0,826</b>	<b>1526</b>
<i>E</i>	19574	23708	0,211	489
<i>ROE - Re</i>	9,43%	14,22%	0,508	1037
<i>EAT/EBT</i>	0,781	0,792	0,015	104
<i>EBT/EBIT</i>	0,904	0,935	0,034	239
<i>Nvs/T</i>	0,885	0,848	-0,042	-129
<i>Npv/T</i>	0,087	0,139	0,603	-1957
<i>Nmzdy/T</i>	0,087	0,067	-0,234	-736
<i>Nost/T</i>	0,041	0,001	-0,982	-254
<i>(ČR/T)360</i>	1,547	2,983	0,928	-91
<i>(DA/T)360</i>	48,370	26,627	-0,450	1378
<i>(OA/T)360</i>	104,211	56,914	-0,454	2997
<i>JCZ/A</i>	0,066	0,070	0,059	80
<i>KZAV/A</i>	0,405	0,345	-0,150	-1230
<i>BÚ/A</i>	0,237	0,161	-0,321	-1542
<i>Rf</i>	4,67%	3,71%	-0,206	-208
<i>Rfinstab</i>	3,10%	0,39%	-0,874	-586
<i>Rla</i>	5,00%	5,00%	0,000	0
<i>Rpod</i>	3,11%	2,41%	-0,225	-151
<i>Rfinstru</i>	10,00%	4,36%	-0,564	-1221

Ukazatel EVA se zvýšil oproti roku 2009 o 1 526 tis. Kč. Pro akcionáře podniku jsou to stále dobře investované finanční zdroje. Větší vliv na pozitivní zhodnocení má rozdíl ROE a náklady na vlastní kapitál.

Největší podíl na zvýšení této hodnoty má doba obratu oběžných aktiv, která se snížila ze 104 dní na 57 dní. Největší zásluhu na to zde mají pohledávky z obchodních vztahů, které se snížily z 39 182 tis. Kč na 25 290 tis. Kč. Firmě se zlepšila platební morálka odběratelů, tzn., že odběratelé platí rychleji nebo včas. Následuje doba obratu stálých aktiv, kde se doba snížila ze 48 dní na 27 dní. Je to zapříčiněno poklesem stálých aktiv o 3 910 tis. Kč, kdy některé těžební stroje byly odepsány. Celkové tržby naopak vzrostly z 157 336 tis. Kč na 232 948 tis. Kč. Dále má největší vliv na EVA úroková redukce, kdy se nákladové úroky

snížily z 937 tis. Kč na 626 tis. Kč. Výrazně zde poklesly bankovní úvěry o necelých 7 mil. Kč. Dále to byla úroková redukce, kdy z roku 2009 na rok 2010 se snížila daň z příjmu z 20 % na 19 %. I když byl VH před zdaněním v roce 2009 nižší než v roce 2010, daňová povinnost byla vyšší, činila 1 943 tis. Kč. V roce 2010 byla celková daňová povinnost 1 874 tis. Kč. Pátý největší vliv si zasloužila zadluženost z jiných cizích zdrojů. Byly zde rozpuštěny rezervy na důchody na podobné závazky za necelý milion korun. Avšak jiné dlouhodobé závazky se zvýšily o 377 tis. Kč. Patří zde zaúčtování kurzových ztrátových rozdílů a nesouměrných plateb při finančním leasingu. Dále to byly rizikové přírážky za velikost podniku a finanční strukturu. Obě tyto přírážky byly konstantní, tzn., že nenastala žádná absolutní změna.

Nejmenší vliv měla zadluženost na 12. a 13. místě, kdy zadluženost bankovních úvěrů předběhla zadluženost krátkodobých závazků. Závazky z obchodních vztahů se snížily o 8 784 tis. Kč a celková aktiva se snížila o 11 473 tis. Kč. Zadluženost bankovních úvěrů se zde snížila o 7,6 %. Což samozřejmě ekonomický zisk sráží dolů, ale firma se zde snaží investice platit ze svého účetního zisku. Nejméně příznivý vliv zde deklaruje rentabilita tržeb, kdy se její hodnota snížila o 2,08 %. Celkové tržby se sice zvýšily, ale EBIT klesá. Můžeme si zde povšimnout, že hospodářská krize lesní hospodářství moc nepostihla. Je to dáno tím, že se firma neorientuje pouze na domácí trh, ale i zahraniční.

Další rozklad je proveden v roce 2010/2011. Ukazatel EVA rapidně klesl z 3 372 tis. Kč na -5 903 tis. Kč, je to pokles o 9 274 tis. Kč. Největší záporný vliv měl na EVA rozdíl ukazatele ROE a  $r_E$ .

Na ukazatel EVA měl největší negativní vliv ROS, kdy rentabilita klesla ze 4,14 % na 0,78 %. V roce 2011 byl obrovský nárůst tržeb z 232 948 tis. Kč na 411 699 tis. Kč., kdy rozdíl je necelých 180 000 tis. Kč. Avšak provozní VH klesl z 10 040 tis. Kč na 3 357 tis. Kč. Je to dáno ostatními náklady, především odpisy, které se snížily o 5 121 tis. Kč. Nejvíce to zasáhlo samostatné movité věci, tzn. stroje používané k podnikatelské činnosti. Dále to byly mzdové náklady, které vzrostly o 1 607 tis. Kč. Celkové tržby dosahovaly v roce 2011 svého maxima. O tak velký nárůst tržeb se zasloužila výhra státní zakázky u LČR, podnik vyhrál navíc Lesní správu Města Albrechtice, obce Dlouhá Voda, Spálené, Artmanov, Hošťálkovy a Krasov. Další největší vliv měla úroková redukce, kdy se nákladové úroky snížily z 626 tis. Kč na 618 tis. Bankovní úvěry se zvýšily přibližně o 300 tis. Kč, avšak vzrostl podíl krátkodobých bankovních úvěrů. Další největší vliv měla zadluženost jiných dlouhodobých

závazků, které se snížil ze 7 na 2 %, absolutně o 2 570 tis. Kč. Dále to byla zadluženost bankovních úvěrů, kdy tato zadluženost klesla o 2,4 %. Bankovní úvěry vzrostly o 285 tis. Kč, snížil se zde podíl dlouhodobých BÚ o 3 577 tis. Kč, naopak se zvýšil podíl krátkodobých BÚ o 3 862 tis. Kč. Krátkodobé BÚ jsou firmě půjčovány s výhodnou úrokovou sazbou, neboť je firma považována za velmi bonitního klienta. Zápornou hodnotou dále přispívají náklady vynaložené na prodej zboží, které se zvýšily o 20 mil. Kč. Je to stále způsobeno výhrou velkého území státních lesů. Další negativní vliv na EVA měla riziková přírážka za podnikatelské riziko. Žádný vliv neměla přírážka za velikost podniku, jelikož ve všech sledovaných období dosahovala své maximální hodnoty 5 %.

**Tab. 4.14 Funkcionální metoda rozkladu 2010/2011**

	$t_0$	$t_1$	Diskrétní výnos	Absolutní $\Delta$
<b>EVA</b>	<b>3372</b>	<b>-5903</b>	<b>-2,751</b>	<b>-9274</b>
<i>E</i>	23708	25806	0,088	-91
<i>ROE - Re</i>	14,22%	-22,87%	-2,608	-9184
<i>EAT/EBT</i>	0,792	0,808	0,020	91
<i>EBT/EBIT</i>	0,935	0,808	-0,136	-683
<i>Nvs/T</i>	0,848	0,867	0,022	1171
<i>Npv/T</i>	0,001	0,000	-0,434	-54
<i>Nmzdy/T</i>	0,067	0,042	-0,376	-3740
<i>Nost/T</i>	0,046	0,014	-0,699	-4750
<i>(ČR/T)360</i>	2,983	0,449	-0,850	188
<i>(DA/T)360</i>	26,627	13,784	-0,482	951
<i>(OA/T)360</i>	56,914	45,128	-0,207	873
<i>JCZ/A</i>	0,070	0,020	-0,716	-769
<i>KZAV/A</i>	0,345	0,452	0,313	1655
<i>BÚ/A</i>	0,161	0,137	-0,149	-368
<i>Rf</i>	3,71%	3,79%	0,022	20
<i>Rfinstab</i>	0,39%	11,69%	28,974	2798
<i>Rla</i>	5,00%	5,00%	0,000	0
<i>Rpod</i>	2,41%	2,32%	-0,037	-22
<i>Rfinstru</i>	4,36%	8,20%	0,882	952

Pozitivní vliv měly doby obratu stálých aktiv, která se snížila o 13 dní, dále oběžných aktiv snižují o 11 dní a pozadu nebyla ani doba obratu časového rozlišení, které se snížilo ze 3 dnů na půl dne. Součet absolutních hodnot dosahoval částce 2 010 tis. Kč. Dále kladně na EVA působila zadluženost krátkodobých závazků. Největší vliv zde mají opět závazky z obchodních vztahů, které se zvýšily z 15 845 tis. Kč na 24 197 tis. Kč. Tato zadluženost se



zvýšila o 10,7 %, jsou to většinou náklady příslušné LČR. Dále kladně přispívají náklady na výkonovou spotřebu, kdy se spotřeba materiálu a energie zvýšila o 167 978 tis. Kč. Podnik se v tomto roce věnoval spíše těžbě, než pěstitelské činnosti. Nejpozitivněji účinkuje přírážka za finanční stabilitu podniku, která se zvýšila z 0,39 na 11,69 %. Důvod takového zvýšení je vysvětlen v Kapitole 4.1.

**Tab. 4.15 Funkcionální metoda rozkladu 2011/2012**

	$t_0$	$t_1$	Diskrétní výnos	Absolutní $\Delta$
<b>EVA</b>	<b>-5903</b>	<b>-7894</b>	<b>0,337</b>	<b>-1992</b>
<i>E</i>	25806	26870	0,041	-278
<i>ROE - Re</i>	-22,87%	-29,38%	0,284	-1714
<i>EAT/EBT</i>	0,808	0,943	0,168	246
<i>EBT/EBIT</i>	0,808	0,662	-0,180	-314
<i>Nvs/T</i>	0,867	0,886	0,023	882
<i>Npv/T</i>	0,128	0,086	-0,326	-1865
<i>Nmzdy/T</i>	0,042	0,039	-0,067	-125
<i>Nost/T</i>	0,014	0,018	0,309	192
<i>(ČR/T)360</i>	0,449	4,745	9,577	-112
<i>(DA/T)360</i>	13,784	11,992	-0,130	47
<i>(OA/T)360</i>	45,128	43,623	-0,033	39
<i>JCZ/A</i>	0,020	0,015	-0,227	-85
<i>KZAV/A</i>	0,452	0,384	-0,152	-13
<i>BÚ/A</i>	0,137	0,195	0,424	13
<i>Rf</i>	3,79%	2,31%	-0,391	-390
<i>Rfinstab</i>	11,69%	12,31%	0,053	163
<i>Rla</i>	5,00%	5,00%	0,000	0
<i>Rpod</i>	2,32%	3,72%	0,603	369
<i>Rfinstru</i>	8,20%	10,00%	0,21911734	473

V roce 2012 klesla hodnota EVA pouze o 1 991 tis. Kč, avšak stále se pohybuje v záporných hodnotách pro akcionáře. Zde je vidět, že investovaný kapitál akcionářů je firmou znehodnocován. Největší vliv na záporné EVA měl rozdíl ROE a  $r_E$ , následně vlastní kapitál.

Největší vliv zde měla rentabilita tržeb, která se snížila o pouhých 0,35 %. Celkové tržby se snížily o 12 210 tis. Kč a EBIT o 1 513 tis. Kč. Je to zapříčiněno tím, že podnik nově vyhrál státní zakázku od LČR, kdy získal nové území, např. Krasov, Heřmanovice, ale i o některá území přišel, jako jsou Zlaté Hory a Nové Heřminovy. Podnik mohl zvýšit těžbu

dříví, avšak rozvoz dříví ne, protože měl pouze omezený počet nákladních aut. Externě by si mohl najmout navíc náhradní dopravy, to by se však firmě prodražilo. K této možnosti podnik přistupuje pouze v létě, kdy je prodej i těžba největší. Nejlepší investicí by byl nákup nového nákladního automobilu. Největší vliv na pokles ROS měly náklady na prodané zboží, které se absolutně snížily o 1 865 tis. Kč. Druhý největší vliv měla riziková přírážka za finanční strukturu, která se snížila o 2,89 p. b. Další byla bezriziková přírážka, která se snížila z 3,51 na 2,31 %. Tato přírážka je dána trhem, nelze ji ovlivnit. Čtvrtý vliv je úroková redukce, kdy se nákladové úroky snížily z 618 tis. Kč na 575 tis. Kč, přičemž se bankovní úvěry zvýšily o 3 773 tis. Kč. Větší podíl tvořily krátkodobé BÚ za více než 11 mil. Kč, je zde nižší úroková sazba a proto jsou i nižší nákladové úroky. Další vliv na pokles EVA mají mzdové náklady, které se snížily oproti předchozímu roku o 3 660 tis. Kč. Je to dáno tím, že firma od tohoto roku začala požadovat od svých zaměstnanců živnostenské oprávnění k provozování lesnické či pěstitelské činnosti, tím se ji snížily celkové sociální náklady. Záporně zde působí doba obratu časového rozlišení, kdy se zvýšila z půl dne na 5 dní. Časové rozlišení se zde zvýšilo desetinásobně z 513 tis. Kč na 5 265 tis. Kč, kdy nejvíce to bylo způsobeno příjmy příštích období. Dále to je zadluženost způsobena krátkodobými závazky, celkově o 6,8 p. b., kdy se závazky z obchodních vztahů snížily o 5 807 tis. Kč. Další ovlivňující ukazatel je riziková přírážka za podnikatelské riziko, která se snížila z 2,32 na 2,26 %.

Kladný vliv, avšak ne největší, měli ostatní náklady, především odpisy, které se zvýšily z 5 222 tis. Kč na 6 751 tis. Kč. Zde však přirůstá nedokončený DHM, což je administrativní budova v Holčovicích a školící středisko na Dolní Moravě, které se rekonstruovalo. Dále má nejmenší vliv na EVA daňová redukce, kdy se v roce 2011 celková daň rovnala 500 tis. Kč a v roce 2012 64 tis. Kč. Rok 2012 je pro firmu první ze sledovaných období, kdy celkové tržby klesly o 12 210 tis. Kč. O ten nejmenší vliv se zasloužila riziková přírážka finanční stability, která se zvýšila o 0,62 p. b.

## 5 Závěr

Cílem této bakalářské práce bylo zhodnotit finanční výkonnost společnosti LDF Rožnov a.s. v letech 2007 až 2012 na základě ekonomické přidané hodnoty. Dále byl realizován pyramidový rozklad ukazatele EVA a bylo zjištěno, které z dílčích ukazatelů měli největší vliv na hodnoty EVA v jednotlivých letech.

Bakalářská práce se skládá ze tří hlavních částí. První se věnuje metodologii hodnocení finanční výkonnosti podniku, dále ukazateli měření výkonnosti tradičních i ekonomických ukazatelů. Je zde nastíněna problematika pyramidového rozkladu EVA a posuzování jejich dílčích ukazatelů. V druhé části byl představen podnik LDF Rožnov a.s., jeho předmět podnikání, hlavní odběratelé a vývoj jejich nákladů a tržeb. Třetí část řeší analýzu a zhodnocení výkonnosti podniku podle výchozí metodologie.

Nejprve jsme odhadli rizikové přírážky podniku, abychom mohli správně zvolit náklady na vlastní kapitál. Následně jsme vypočetli náklady na celkový kapitál nezadluženého podniku. Poté následoval výpočet ekonomické přidané hodnoty na bázi zúženého hodnotového rozpětí. Součástí poslední části byl také pyramidový rozklad pomocí funkcionální metody.

Od roku 2007 až 2010 se ekonomické přidané hodnotě podařilo dosáhnout tzv. nadzisku pro akcionáře, tzn., že ekonomická přidaná hodnota byla kladná. V prvním sledovaném roce 2007 dosahovala EVA zisku 8 824 tis. Kč. Následující rok už pro vlastníky nebyl tak příznivý, neboť EVA se snížila skoro šestinásobně a to na hodnotu 1 530 tis. Kč. Bylo to zapříčiněno velkým nárůstem nákupu dlouhodobých aktiv, která zahrnovala nákup strojů potřebných ke zvýšení těžby a následného prodeje. V roce 2009 se ekonomický zisk opět zvyšoval, byl ve výši 1 846 tis. Kč. V následujícím roce zisk opět vzrostl na hodnotu 3 657 tis. Kč. Rok 2011 byl průlomový, neboť došlo k zásadnímu poklesu EVA na – 5 903 tis. Kč, v roce 2012 tomu nebylo jinak, kdy EVA byla - 7 894 tis. Kč. Jedna z příčin byla dopadající hospodářská krize na stavební průmysl, kdy lesní hospodářství s tímto průmyslem přímo souvisí. Další příčinou byl růst výkonové spotřeby, která zahrnuje náklady na služby, energie a spotřebovaný materiál. Jelikož firma hospodaří se státními lesy, musí odvádět část svého výdělku do státního rozpočtu.

Společnost i přesto, že nedosahuje kladného ekonomického zisku, vykazuje kladný účetní zisk. Náklady rostou rychleji než tržby, proto firma nedosahuje kladného ekonomického zisku.

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

### a) Odborné knihy

[1] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. uprav. vyd. Praha: Ekopress 2010. 225 s. ISBN 978-86929-68-2.

[2] GRÜNWALD, Rolf. *Finanční analýza pro oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Oeconomica 2001. 74 s. ISBN 80-245-0700-5.

[3] HRDÝ, M., HOROVÁ, M. *Finance podniku*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2009. 179 s. ISBN 978-80-7357-492-5.

[4] MAŘÍKOVÁ, P. - MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku (ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota)*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.

[5] NEUMAIEROVÁ, I. – NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1 vyd. Praha: Grada, 2002. 215 s. ISBN 80-2470-125-1.

### b) Elektronické dokumenty

[6] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. MPO: *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2012 ze dne 27. června 2013* [online]. MPO [27. 6. 2012]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument141226.html>

[7] JUSTICE. CZ: *Výpis z obchodního rejstříku LDF Rožnov a.s., B 2162 vedená u krajského soudu v Ostravě ze dne 10. prosince 2013* [online]. Justice.cz [10. 12. 2013]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-dotaz?dotaz=LDF+Ro%C5%BEnov>

## SEZNAM ZKRATEK

A	aktiva
$a_i$	dílčí ukazatel
APM	arbitrážní model oceňování
$\beta_E$	koeficient citlivosti
BÚ	bankovní úvěry
BVE	účetní hodnota vlastního kapitálu
C	investovaný kapitál
c	kupónová platba
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CF	peněžní toky
CFprov	CF z provozní činnosti
CFROI	CF z investic
CZ	cizí zdroje
CZ	čistý zisk
ČPK	čistý pracovní kapitál
D	úročený kapitál
DD	dlouhodobé dluhy
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DM	dlouhodobý majetek
DNHM	dlouhodobý hmotný nehmotný majetek
DIV	dividenda na akcii
E	vlastní kapitál
$E_{(r_E)}$	očekávaný výnos vlastního kapitálu
$E_{(R_M)}$	očekávaný výnos tržního portfolia
EAR	zisk po dividendách
EAT	čistý zisk
EBT	zisk před úhradou daní
EBIT	zisk před úhradou úroků a daní
EBITDA	zisk pře úhradou úroků, daní a odpisů
EPS	čistý zisk na jednu akcii
EVA	ekonomická přidaná hodnota

GCF	provozní aktiva v pořizovací ceně
$i$	úroková sazba z dluhu
$I_{ai}$	index změny dílčího ukazatele
$I_x$	index změny vrcholového ukazatele
INFA	benchmarkingová analýza
JCZ	jiné cizí zdroje (Rezervy + Dlouhodobé závazky)
IRR	vnitřní výnosové procento
JKV	jednorázové kapitálové výdaje
Kč	koruna česká
KZAV	krátkodobé závazky
LČR	Lesy České republiky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MV	celková tržní hodnota podniku
MVA	tržní přidaná hodnota
MVE	tržní hodnota vlastního kapitálu
NOPAT	VH z operativní činnosti podniku po zdanění
NV	nominální hodnota obligace
NPV	čistá současná hodnota
OA	oběžná aktiva
ODP	odpisy
OBL	obligace
P	tržní cena obligace
p. b.	procentní body
POHL	pohledávky
PV	současná hodnota
R	náklady kapitálu
R	rezervy
$R_U^E$	celkové průměrné náklady nezadlužené firmy
$r_D$	náklady dluhu
$r_E$	náklady vlastního kapitálu
$r_f$	bezriziková úroková sazby
$r_{pod}$	riziková přírážka za produkční sílu

$r_{FINSTAB}$	riziková přirážka za finanční stabilitu
$r_{FINSTR}$	riziková přirážka za finanční strukturu
$r_{LA}$	riziková přirážka za velikost podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROC	výnosnost investovaného kapitálu
ROCE	rentabilita investovaných dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
t	sazba daně z příjmu
T	tržby
T	dobu splatnosti
tis.	tisíc
TSR	tržní výnos akciového kapitálu
Ú	nákladové úroky
UM	úroková míra
UZ	úplatné zdroje
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
WACC	průměrné náklady kapitálu
$WACC_U$	průměrné náklady kapitálu nezádlužené firmy
$WACC_L$	průměrné náklady kapitálu zadlužené firmy
ZAS	zásoby
$\Delta x_{a_i}$	vliv dílčího ukazatele na vrcholový ukazatel x
$\Delta y_x$	přírůstek vlivu analyzovaného ukazatele.

## Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, bakalářskou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že bakalářská práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího bakalářské práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o bakalářské práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, bakalářskou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 13. 4. 2014

Barbora Holávková

jméno a příjmení studenta



## **SEZNAM PŘÍLOH**

Příloha č. 1	Rozvaha společnosti LDF Rožnov a.s. v letech 2007 - 2012
Příloha č. 2	Výkaz zisku a ztráty společnosti LDF Rožnov a.s. v letech 2007 - 2012
Příloha č. 3	Schéma rozdílů ukazatelů za účetní období 2007/2008
Příloha č. 4	Schéma rozdílů ukazatelů za účetní období 2008/2009
Příloha č. 5	Schéma rozdílů ukazatelů za účetní období 2009/2010
Příloha č. 6	Schéma rozdílů ukazatelů za účetní období 2010/2011
Příloha č. 7	Schéma rozdílů ukazatelů za účetní období 2011/2012.